

China Economic Microtrends

中国经济趋势预测第一品牌读本

小趋势2015

国家智库顶级学者
研判中国风险变量

读懂新常态

吴敬琏 厉以宁 林毅夫 等◎著



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

版权信息

书名:小趋势2015：读懂新常态

作者:吴敬琏，厉以宁，林毅夫

ISBN:9787508636399

中信出版集团制作发行

序言
真正读懂新常态

马光远

2014年5月，习近平在河南考察时指出，我国发展仍处于重要战略机遇期，我们要增强信心，从当前我国经济发展的阶段性特征出发，适应新常态，保持战略上的平常心。这是新一代中央领导首次以新常态描述新周期中的中国经济。

应该说，“新常态”这种提法以前有过。近几年来，面对中国经济增速的持续下滑，过去30多年快速增长积累的风险开始凸显和释放，包括人口、资源、环境红利等基本面悄然变换。中国经济明显出现了不同于以往的特征，国内很多经济学者试图从理论和未来宏观政策的层面论述中国经济出现的这种新常态。但是，经济的下滑、风险的凸显以及红利的转换究竟是后危机时期中国经济危机短期的不稳定表现，还是意味着中国经济进入一个新的阶段，对此争论和分歧很大。在这种情况下，习近平站在决策者的角度，以“新常态”来描述中国经济的特征，并将之上升到经济战略的高度，势必对中国未来宏观政策的选择具有方向性和决定性的影响。

新一代决策层以“新常态”定义当下的中国经济，并通过新常态透视中国宏观政策未来的选择，绝非一时兴起，而是深思熟虑之举。事实上，自2010年中国GDP（国内生产总值）规模取代日本成为全球第二之后，中国经济出现了明显不同于前30年的特征，经济增速持续下滑，自2010年至2012年经济增速连续11个季度下滑，2012年至2013年，GDP增速连续两年低于8%。对于经济增速的持续下滑，理论和政策层面分歧

很大。一部分学者认为，2010年以来经济下滑是受全球金融危机等外部因素的影响，一旦这些因素消除，中国经济会恢复快速增长；而绝大多数学者认为，中国经济近几年增速下滑的原因是趋势性的，中国经济在经历30多年的快速增长之后，旧的增长模式已经难以为继，经济增速下滑是必然的。很显然，两种观点不仅仅是理论上的分野，更重要的是其暗示的宏观政策的导向完全不同：如果认为中国经济减速是外部因素所致，则意味着目前的经济增长低于潜在增长率，刺激政策可以大有所为；如果认为中国经济减速是内在因素所致，则意味着中国经济减速的原因是潜在增长率下降，宏观政策对此应该保持必要的克制和包容。

如果仔细分析就会发现，习近平关于“中国经济新常态”的提法与外界所概括的“李克强经济学”在理念和内在逻辑上几乎是一致的。“李克强经济学”通过简政放权，开放民间投资领域，重视就业，淡化速度，提升服务业的比重，致力于打造中国经济升级版。而习近平提出的中国经济新常态至少应该蕴含以下几个政策寓意：一是经济增速正式告别8%的快速增长，潜在增长率在2020年前后回落至7.5%左右；二是宏观政策告别常态的调控和刺激，如果经济增速在7.2%以上的合理区间，不会采取非常规的刺激措施；三是经济增长的动力悄然转换，政府投资让位于民间投资，出口让位于国内消费，创新驱动成为决定中国经济成败的胜负手；四是在推动新型工业化使命的同时，强力扶持服务业，经济结构避重就轻；五是告别货币推动型增长模式，控制包括房地产在内的资产价格泡沫和债务杠杆优于经济增长本身。

首先，就新常态下的中国经济增速而言，新一届管理层对中国经济的减速和先前模式的不可持续有着极为清醒的认识。已经进入“七上八下”的中速增长周期，经济增速将在8%以下、7%以上运行，这是中国经济自身周期所决定的。2013年党和政府领导人换届之后，高层在很多场合都为盲目追求GDP增长的行为和理念降温，多次表示中国经济已经从高速增长阶段进入新的中高速增长阶段，中国对经济增长质量的追求远在速度本身之上，中国不会追求有后遗症的速度等等。2013年4月8日，

习近平在同参加博鳌亚洲论坛2013年年会的中外企业家代表座谈时指出，中国经济不可能也不必要保持超高速。说不可能，主要是一味维持超高速带来的资源、能源、环境压力太大，事实上是不可持续的；说不必要，主要是我们在提出中长期发展目标时就充分进行了测算，实现我们确定的，到2020年国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番的目标，只要年均7%的增速就够了。李克强总理在2013年10月23日工会十六大做公开经济报告时也指出，如果中国每年要维持新增1 000万的就业，经济增速只需要7.2%就可以。而这种对简单追求速度保持强烈克制的执政思维在2013年得到了充分的体现，尽管全年稳增长压力很大，但外界概括的“李克强经济学”的精髓之“不刺激”的政策方向贯穿全年，这在换届后第一年，的确让外界看到了管理层推动改革和发展方式转型的决心与魄力。

其次，就是否通过刺激政策稳定经济而言，由于在经济增长周期上有着很清醒的认识，“李克强经济学”和“新常态”对刺激政策本身具有天然的抗拒。比如，面对经济下行的压力，要求出台刺激政策的呼声很高。但事实上，当下中国经济最大的风险绝非增速下滑。最大的风险恰恰是因为过于渲染经济增速而忘记了初衷。这种风险起码有五。一是刺激依赖症。和吸毒上瘾一个道理，无法接受每次经济的自然调整，对增速下滑“零容忍”，无法走出一下滑就刺激，一刺激就见效，刺激完了又下滑的“周期律”。二是不改革的风险。尽管党的十八届三中全会确立了宏大的改革计划，但民间对中国未来的信心是否因此而恢复，取决于改革的执行力。目前投资不力，民营企业家仍然徘徊犹豫，关键还是没有看到改革强有力的推进，这是经济下滑的主要原因。三是过去刺激政策导致的产能过剩和企业债务。包括超日债、信托在内的企业债务已局部爆发，产能过剩行业企业债务导致的资金链条断裂的可能性很大，一定要预先防范。四是房地产调整的风险。从数据看，无论是新房开工面积的暴跌，还是房地产销售额和销售面积的双双下降，都预示着房地产进入了敏感期。考虑到当前房地产与宏观经济的密切关系，要警惕房地产调整对宏观经济的负面影响。五是中小微企业长期面临的困难。应该看

到，所谓中国经济困难，本质上是中小微企业困难，但政策对此似乎仍然没有对症下药。

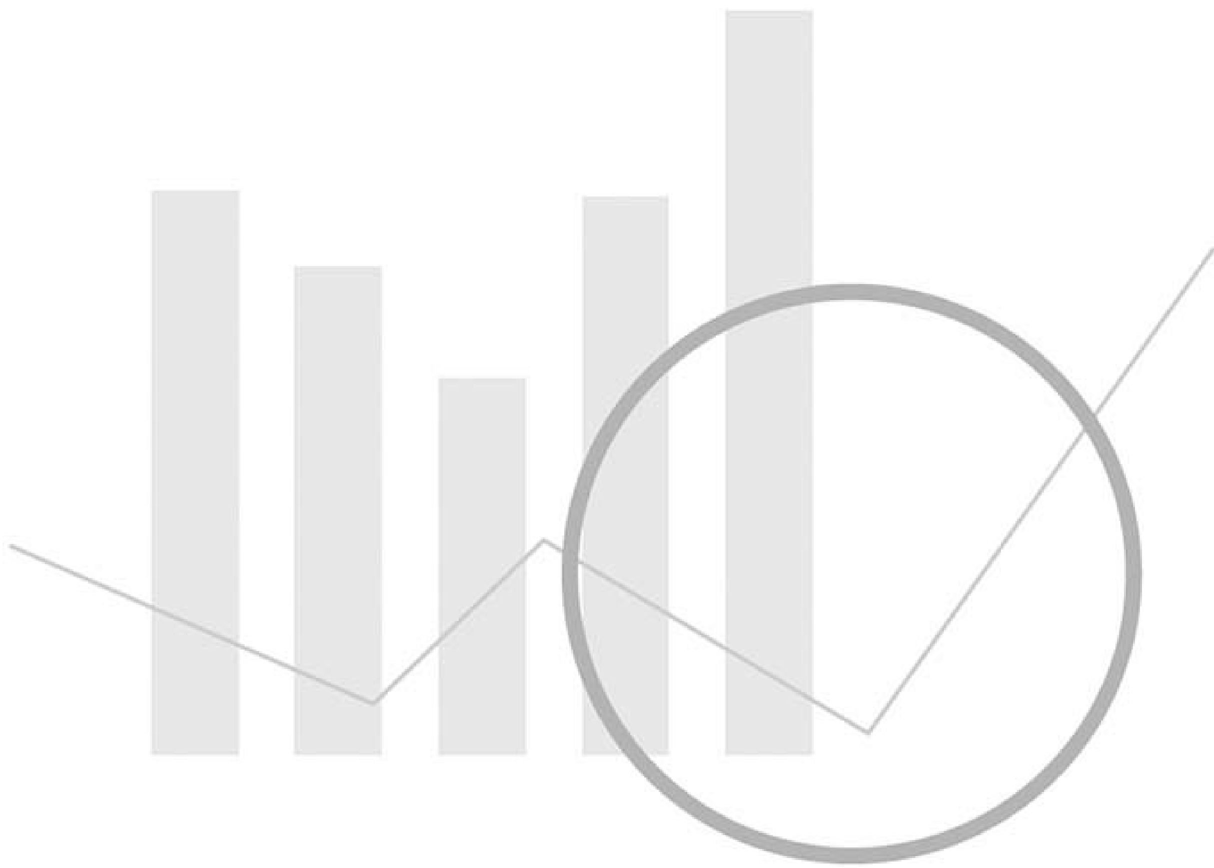
因此，每次经济下行，事实上是对管理层有无决心推动改革和结构调整的考验，是对中国能否摆脱“刺激景气”的重大考验。从中长期周期而言，中国经济不会出现海外投行期待的崩盘，但中国经济的一系列系统风险却随时可能爆发。而这些风险，在很大程度上是因为过去一再延误改革时机、一再采用不当的刺激政策所致。身体虚弱，正气不旺，皆在于此。应对这些风险，不应以毒攻毒，再次采用刺激政策，而应痛下决心放弃刺激，重回改革正途。

如果上述新常态的理念在政策层面得到贯彻，几乎意味着：面对当前经济下滑的压力，管理层绝不会轻易启动以前动辄救市的模式，容忍甚至听任经济下行可能引发的一些风险，比如企业债务和房地产泡沫。对于中国经济而言，消化以前刺激政策遗留的产能过剩、债务杠杆以及房地产泡沫的确极为痛苦，但这是倒逼中国走上改革正道，推动经济转型的唯一正确的选择。这是个“套餐”，要选择改革，就必须真诚面对过程的痛苦和必须付出的代价，罗曼蒂克式的、田园牧歌式的改革从来只存在于作家的想象中。

中国还处在极为珍贵的战略机遇期，但这种机遇能否抓住，取决于我们能否深刻认识中国经济的新常态，对经济减速保持宽容，对调整中的风险不再回避和拖延。更直接地说，能否借房地产调整的时机，痛下决心，刮骨疗毒，摆脱对房地产的危险依赖，是中国经济未来能否再次勃兴的关键。

智石经济研究院执行院长朱克力先生将2015年视为“新常态元年”，于是他和搜狐网总编辑吴晨光策划出版了《小趋势2015：读懂新常态》——智库群星前瞻中国新常态下的挑战与机遇。相信这本书可以帮助大家真正读懂新常态。

第一章
新常态的逻辑



新常态下的变革与决策

国务院发展研究中心研究员
吴敬琏

旧常态已经难以为继

旧常态已经不能维持了，这是一个不争的事实。

所谓旧常态，我们维持得也许已经超过了改革年代，就是超过30多年。这种常态的特点就是用高投资支撑高速度，这种旧的常态不能维持是一个不争的事实，没有什么可以讨论的。

2009年的强刺激以后，中国的GDP（国内生产总值）增长曾经维持过三个季度以上的增长率，然后就进入了下行的通道。从2010年的第三季度开始，增长率下行，但还在10%以上，到2014年的第三季度就降到了7.3%，中间政府虽然有好几次宏观经济的刺激动作，但是在支持GDP的回升上效果却越来越短暂。

从2014年第二季度开始，政府又有了一轮新的刺激动作，不论说它是微刺激也好，不太微也好，GDP增长率实际上只是在第二季度提高了0.1个百分点，但接着就下来了。10月份一轮投资上的扩张又开始了，但是这次的收效更小。

这说明什么问题呢？GDP增长的速度下降了，这是许多客观因素所决定的，而且这些因素都不是短期的因素，所以旧的常态已经不能维

持，中国经济进入了一个逐步下行的通道。什么因素决定了我们的经济增长率从高速增长逐渐下行到一个中速的增长？我想我已经多次说过，我们现在通常运用的一种分析的理论框架就是用“三驾马车”来预测中国的中长期增长，但是这从方法论上看是错了。

讨论中长期增长的趋势没有太大的争议，但应该用一个我们经济学上叫作“生态函数”的工具来讨论，就是说支持经济增长的这些因素的变化，决定了我们经济增长的总量以及增长的趋势。这些因素是什么呢？不外乎就是劳动、资本、效率，大概有这么几个因素决定了我们过去的高速增长。

第一个因素，就是新增劳动力。我们知道我们有人口红利，过去这30年的高速增长得到了人口红利，新增的劳动力，还有农村转移到工商业的劳动力都很强劲。但是2002年，我们社会科学院的蔡昉教授提出刘易斯拐点出现了，新增的劳动力或者说人口红利逐步地缩减以致消失。

第二个因素，就是投资，投资支撑了我们的高速增长。

其实从第一个“五年计划”以来我们都是靠着投资在发展，但是单纯地依靠投资是不能持续的，经济学家对此做了很多分析，最初做出分析的就是马克思。马克思在《资本论》里详细分析了当时资本主义国家这样一种投资率不断提高的增长方式，必然引起严重的经济和社会问题。首先一个问题就是，投资率的提高使得产能增加，但最终需求却因消费率下降而不足，这就造成所谓产能过剩的经济危机。

但是改革开放以来，我们基本上还是沿着这条道路，不过不只是依靠投资。改革开放以来，虽然生产率比改革开放以前有了很大的提高，但主要还是依靠投资。而因为长期靠投资来拉动增长，我们的资产负债表就出现了很严重的问题。所以继续靠大量投资去拉动增长，不但是不可持续的，而且会造成很严重的宏观经济隐患，就是说会出现系统性的风险。

第三个因素，就是生产率。这个因素在改革开放后，比改革开放前有了很大的提高，主要是以下两个原因。

第一个原因，就是因为经济结构的变化，大量的农村使用的资源，包括劳动力和土地转入城市。

第二个原因，就是开放。开放之前，我们的技术水平跟发达国家有很大的差距，开放以后，我们就可以用引进外国设备和外国技术的办法很快地提高我们的技术水平，所以我们的效率得以提高。

这个原因到21世纪初发生了变化，就是经过20多年的改革，我们的生产技术水平很快就和发达国家接近了，除了一些很尖端的技术之外，一般的生产技术应该说没有太大的差别。于是我们就需要创新，哪怕是引进外国技术，经过消化以后再创新，来引领我们的生产技术，如此，才能够立于世界强国之林。

而在这种情况下，要用技术创新来引领我们生产技术的不断提高，在原有的体制下就有很大的缺陷了，而许多经济学家对于中国潜在生产力的研究都表明，21世纪初开始，我们生产效率的提高对于经济增长的贡献也开始下降。2003、2004年以后，生产效率的提高对经济增长的贡献就逐步地下降了。

在支撑经济增长的主要要素都发生力道下降的情况之下，就提出一个问题，我们会不会陷入中等收入陷阱。所谓陷入中等收入陷阱就是，原来支撑经济增长的一些动力开始衰退，如果我们找不到新的动力，就可能停留在中等收入水平上。

所以我们就面临着很严峻的任务，就是要找到新的增长动力，这个动力其实说得简单一点，就是技术创新和效率的提高。因此，如果我们不能开发出新的动力，增长速度继续降低就成为不可避免的事情。

以平常心来对待GDP减速

要以一个平常的心态来对待GDP的减速。既然中国经济由高速增长转入中速增长的轨道是由各种客观因素决定的，不以人的意志为转移，那么我们就只能用一个非常平静的心态来对待它。所谓用平常心来对待，就是我们不能急于用老的办法，用强刺激的办法把增长拉起来。

因为我们从2009年以来的经历已经告诉我们，用强刺激办法去拉动经济增长，一方面，它的时效越来越短。经济学上所说的，投资回报递减的规律已经明显地表现出来，所以它是不会有太大效果的，就是说它没有多大的好处。另一方面，它还有很大的坏处，因为用强刺激的办法，大量地注入货币，大量地进行投资，而投资回报又很差，就会使得宏观经济的状况变得越来越脆弱。

不管是各级地方政府的负债率，还是企业的负债率，都增长得非常快，已处于警戒线或者超出了警戒线，而且近年来正在加速，如果频繁地采用刺激的办法，我们国家资产负债表的状况就会越来越恶化，这种资产负债表状况的恶化蕴含着系统性风险。

一旦出现系统性风险，一个国家的整体经济就会进入剧烈波动的状况。一些东亚国家曾经有过长时期的高速增长，比如日本这样的国家，但当爆发了系统性危机以后，就变成不但丧失了原来的动力、动态的优势，还造成了国民经济长期的低迷。

所以我仍然认为我们不应该采取强刺激的办法去拉动经济增长，把增长率提升到7.5%以上、8%以上、10%以上。

平常心不等于可以无所作为

我们要用平常的心态去对待经济减速的新趋势，但不等于说我们可以无所作为。如果我们不能在GDP总量减速的情况下去改善增长的质量，不去提高增长中效率的贡献，那么过去用高速的数量扩张所掩盖起来的各种经济和社会矛盾就会爆发出来，造成很多问题。

具体表现就是减速过猛，而且如果我们不能提高增长的质量，增长数量又减少了，它的实惠就会打一个大折扣。如果在减速的同时我们能够提高增长的质量，就会在比较低的增长速度下实现中速增长的结果，使得我们的人民得到更多实际的好处。

虽然过去的增长质量差，但增长能够弥补一部分不足，不过实际上的实惠是不多的，因为增长是靠更多投资的注入，结果新增产值中间有很大一部分又要重新投入，否则增长的数量就不能弥补未来的增长所需的投资。

如果我们在减速的情况下能够提高增长的质量，就是说提高增长中效率的贡献，那么即使数量少了，人民和整个经济所得到的实际好处也比原来要多。

我们可以看到，有一些国家因为主要是靠效率的提高来实现增长，所以有3%、4%、5%的增长率就是很好的情况了，我们也应该争取这样一种结果。我们现在应该集中注意的不是拉动经济增长的数量，而是提高经济增长的质量。

经济提质要靠全面改革

要提高经济增长的质量，就要提高效率、优化结构，因此要全面地推进改革。

其实这个问题很早就已经提出了，从我们党和政府的文件来看，我

们刚开始改革开放，全国人民代表大会就提出了国务院经济建设的十大方针（1981年），这十大方针围绕着一个核心内容，就是提高效率。这十大方针的执行有一些成绩，但是也有不少缺点，所以成效并不是太明显。

所以到了1995年制订第九个“五年计划”的时候，政府就提出了一个明确的方针，叫作转变经济增长方式，这个说法到了党的十六大有一点文字上的改变，就是要转变经济发展的方式，但是它的基本内容是一贯的，就是要从依靠投资支撑的经济增长方式，转变为依靠技术创新和效率提高支撑的经济增长方式。

这个方针虽然在“九五”、“十一五”、“十二五”中都提出了，应该说在“十五”、“十一五”中执行的成绩并不是那么显著，以至于“十二五”再次提出要加快经济增长方式的转变。

问题出在什么地方呢？问题就出在经济发展方式或者经济增长方式的转变有一个基础，就是经济体制以及社会政治体制的转变。其实“九五”计划提得很明确，叫作两个根本转变，一个根本转变就是从粗放的经济增长方式转变为集约的经济增长方式，另外一个根本转变，就是从计划经济转到市场经济，而且第二个根本转变是第一个根本转变的基础。

但是在“十五”、“十一五”期间，我们改革的推进有一些迟缓，所以使得这10年中经济增长方式或者经济发展方式的转变显得不那么有力，以至于到“十一五”的最后一年，党中央提出加快经济增长方式的转变刻不容缓。

而“十二五”再次强调经济发展方式的转变，这是跟全面深化改革相配合的。党的十八次代表大会决定了全面深化改革，这就为我们实现经济发展方式的转变提供了一个体制上的基础，而且“十八大”前后我们一些改革的推进，虽然是小试牛刀，但是已经可以看出成效了。

我们现在面临一个情况，有些同志和经济学家对经济减速很着急，因为按照过去的经济体制和发展方式，经济增长一减速就可能要出大事了，但是实际情况没有那么严重。

虽然一方面，经济增长在减速，但是我们的就业情况、经济效率的情况，以及经济结构的情况还在改善，而且改善的情况比“十一五”、“十二五”期间要好得多——尽管那时十分强调要转变经济增长方式。

一个最明显的例子就是就业，虽然经济增长在一步一步地下台阶，但是我们的就业情况越来越好。拿2013年来说，我们预期的新就业人数是900万人，而执行的情况，完成数是1 310万，完成了预期目标的145%。

2014年，我们把这个预期目标提到1 000万人，但是到10月已经完成了。因此，虽然经济减速，但是并没有因为失业的增加、就业的困难而引起社会上的不安。

再说说结构的变化，在“十一五”的时候，我们决定要把经济增长方式的转变作为主线，那么怎么转变呢？核心就是提高效率，而提高效率有哪些途径呢？很重要的一个途径就是发展服务业，这是“十一五”一个很重要的口号。

但是“十一五”这5年中，虽然我们反复地号召，也采取了一些措施，但仍然没有很大的改变。到了“十二五”，第一年还没有什么动静，第二年就出现了改变。

2012年，我们第三产业的增长速度第一次和第二产业的增长速度齐平，过去一直是第二产业制造业一马当先，到2013年结构进一步改善，第三产业的增长速度超过了第二产业，而且第三产业第一次成为整个国民经济中最大的产业，而且这一趋势在2014年还在继续。

为什么能够出现这种情况呢？为什么我们在“十一五”的时候反复强调要改善结构、要发展第三产业，没有做到，而这两年却做到了呢？无非是进行了一些改革，这些改革不是太大，一个就是营改增，即营业税改增值税。

对于营改增人们注意的是减负的作用，即减轻税务负担的作用，减轻税务负担是应该的。营改增得到我们经济学界和产业界普遍的欢迎，原因是营业税是全额征收，它是妨碍分工深化的，而增值税是就价值增值征税的，所以它是有利于分工深化的。

这个改革在全国推行以后我们可以看到，分工深化、新行业的出现，是大大加速了。例如网上的销售，就分化出很多行业，从快递开始，到结算，到售后服务，囊括了种种行业。

另外一个改革，就是工商登记的便利化。这个改革开始以后，新增的工商户数量大大增加，2013年新增工商户增加了40%。最近习近平总书记在一个讲话里提到，2014年，前三个季度新增登记的工商户数量增加了60%，当然这些只是全面深化改革拉开序幕期间的一些改革，我把它叫作小试牛刀。

小试牛刀就已证明改革能够改善我们经济增长的质量，能够提高我们经济的效率，能够从根本上解决我们当前面临的各种问题。只有通过改革，我们才能够在经济减速进入中速增长的情况下，增加效率的提高在经济增长中的贡献，确立一个我们所希望的新常态。

这个我们希望建立的新常态就是，虽然速度是中速，但是效率要比过去高，也就是从粗放的增长转向了集约的增长，这是我们的整个经济和社会长治久安的一个基础性的前提。

在总结的基础上规划未来

2014年是全面深化改革的元年。现在应该来总结一下，我们这一年做得怎么样。另一方面，十八届三中全会的决议给我们描画了一个很有理由乐观的前景，但是全面深化改革会碰到意识形态的障碍、既得利益的障碍、操作上的复杂，以及过去的旧体制、旧的增长方式所积累起来的各种经济问题上的困难，所以它并不容易一蹴而就。

我们希望总结当前执行中央决定所取得的成绩和教训，而且要规划未来，计划下一步该怎么干，以使我们希望建立的新常态更快地建立起来。

新常态是配套改革的综合成果

北京大学社会科学学部主任
厉以宁

怎样理解新常态？

新常态就是常态，符合经济发展规律的就是常态。对于我们来说，过去的增长是超高速增长，而超高速增长实际上是违背了经济发展的规律，不但不能持久，而且是弊大于利的。何以见得？概括来说，第一是资源加快消耗枯竭，第二是生态环境遭到破坏，第三是低效率，第四是某些部门严重产能过剩。这四个问题大家都能看到，还有一个更深层次的问题——错过了结构调整的机会，因此也就错过了自主创新的机会。因为忙于超常规、超高速的增长，问题就产生了。

我们今后想超高速增长也不可能，因为要素成本上升，这表明要想维持超高速增长可能会亏本。我们马上就要制订“十三五”规划，我参加了讨论，发现有两个认识是共同的：第一，增长率不要太高，超高速是不可能的，那个时代已经过去了，应该是保持中高速增长。那么中高速增长是多少呢？7%左右，有的经济学家提出6%~7%或者6.5%~7%，反正5年是可以的，以后有可能还要低，即使是6%，在全世界来看，同样是中高速增长。

第二个认识，就是观念在改变。我们过去的观点是经济增长率是硬性的指标，因为这样才有权威性，实际上不应该这么看问题。应该说目标增长率不应该是硬性指标。我们过去的做法是，中央的指标全国人大

一通过，地方的指标地方人大一通过，就成为板上钉钉的事了，就必须为完成这个硬性指标而努力，这就形成了中央政府和地方政府的压力。大家都觉得既然全国人大通过了，就非完成不可，而不顾形势的变化，这样就导致各种产能过剩现象、信贷超标现象出现。世界上的主要国家没有一个像中国这样还在定硬性的增长指标，都是改为预测值、弹性值、软值，每个季度要调整，比如，年初估计2014年的增长是4.5%，过了几个月没有达到，第二季度就改成4.2%，或者4%——指标可以调，这是符合市场经济规律的，而硬性指标则会造成损失、造成压力，这样的观点要改变。

中国要进入中高速增长率的常态，除了要改进弹性指标，用预测值代替目标值，还应当注意改革要配套。因为新常态是配套改革的综合成果。当前这么多的改革当中，最重要的是哪几项改革呢？大概是以下两项。

国有企业改革

第一项改革是要建立有完善法人治理结构的市场主体，就是国有企业改革。国有企业改革分为两个层次，一是高层次的改革，着重在资本配置机制的改革。怎么把这么多国有资产用活？怎么让资本发挥更大的作用？国家应该管资本，把资本用活。二是国有企业的改革。国有企业的改革必须分门类、分行业，因为各行业是不一样的，有些行业是公益性的，有些行业是对国家特别重要的、不可或缺的，还有一些竞争性的行业。所有这些按行业来定，共同的目的就是把企业搞活。混合所有制经济在不同行业的比例是不一样的，竞争性的行业要看具体行业的情况而定，国家不一定控股，但是某些特殊的行业，国家还是需要控股的，也可能是相对控股，也可能是绝对控股。我们要记住，即使几个国有企业共同投资建立了新的国有企业，也比单一的投资主体建立的国有企业好，因为董事会不是代表一方的，而是代表各方的。各种投资者虽然都

是国有性质的，但是形成的董事会将是一个权力相对均衡的状态，董事会上是有争论的，不是一种声音，这也是有利的。

混合所有制经济在竞争性行业中，迟早会让中国走上职业经理人制度。因为职业经理人制度是非常重要的，产权激励机制，没有职业经理人制度搞不起来。如果全是调动职务的官员来当总经理，他们就不是职业经理人，而是学做职业经理人。职业经理人有供给方、有需求方。需求方就是国有企业，国企的改制和完善法人治理结构需要职业经理人。供给方在西方发达国家经常是这样一种情况，有企业咨询公司、猎头公司、企业家协会、经理人协会等，他们把这些人的信息汇聚在一起，推荐经理人。没有中介机构，职业经理人制度形成不了，因为他们跟一般的劳动者不同，不会自我标卖，因为他们的社会地位在那儿，不会那样做，主要是通过中介组织推荐进入。

德国有一家很有名的企业，连续几年亏本，董事会不满意，他们需要找到新的经理人，于是去找咨询公司。咨询公司不是给你派经理人，而是先跟你定承包合同。这份合同规定第一年扭亏多少，第二年扭亏多少，到第三年才扭亏为盈，如果完成这个目标，就按比例收取一部分盈利，然后再推荐经理人。很多地方这样做就成功了。因为咨询公司是带着一个团队去的，而不是一个人在那里。这个团队会指出你的毛病在哪里，如果最后成功了，而且企业也同意，当初带团队的人便成为经理人。中国目前没有这样的条件，但中国迟早要有这样的市场，特别是竞争行业，还包括民营企业，如果要搞现代法人治理结构也一定要这样做，它有一个过程。公务员如果退休以后能够成为职业经理人是很好的事情。这就是我们需要进行的第一个改革——建立独立市场主体。

收入分配改革

第二项改革是收入分配的协调。中国现在收入分配不协调主要体现

在初次分配上，收入分配的第一个，也是初次分配的最大问题就是农民没有产权，农民现在还在进行土地确权。他们确权的兴致非常高，比如我们去过的浙江那边，杭州、嘉兴的农村刚刚确权，那里进村的路都进不去，全是炮仗。老百姓认为他的土地、承包地、宅基地有权证了，他的房子有产权了，你就不能随便圈地，也不能随便拆迁，要不然他可以用法律手段告你。这是产权改革深入到农村了，这对中国的未来影响很大。我们在那里考察发现，土地流转加快了，家庭农场制起来了，这都是新的变化。

收入分配协调的第二个问题是必须让劳工市场有完善的议价机制。因为劳工市场上，双方的力量是不对等的，雇人的是企业是单位，受雇的是单个的农民工，或者是一个村子里面抱团儿出来的几个人，他们在力量的天平上毫无优势，所以多由雇主说了算。我们应该借鉴国外的经验，让工会参与到议价当中，这样，初次分配就能够走上一个合理的方向。

收入分配协调的第三个问题是孤立的农牧民在农产品出售上和收购方（大超市、大的农产品市场）的议价能力不均等，收购方说了算。国外是怎么办的呢？国外有合作社、联社，它们的力量大。我在丹麦、荷兰、新西兰考察过，这些国家的合作社上都有联社，联社有自己的车队、船队、仓库和码头，直接跟国外的超市联系，这样议价能力就能达到对农牧民有利的水平。中国联社刚建立，这是中国需要加强的地方。

收入分配协调的第四个问题是改革教育体制。教育资源的分配应该是均衡的，但是现在教育资源在城乡还不均衡。同是义务教育，城里的学校好、校舍好、师资足、学生积极性高，而农村就差。这样下去，中国垂直流动的渠道越来越窄，职业世袭化已经出现了，农民工的儿子还是农民工。这样下去，收入分配怎么能改善？所以教育体制也需要改革。

经济重在预期

保持新常态的稳定一定要改革：通过国企改革和混合所有制改革建立独立的市场主体；受雇者和雇主之间有合理的议价机制，工会要发挥作用；农产品的采购商和农牧民之间要有合理的议价机制，联社将来会越来越好；还有教育资源的重新分配。

中国要保持新常态还要注意宏观调控，宏观调控抓两个问题：一是失业率，根据中国国情，失业率将来在4%~5%，不会出大问题，超过5%才采取措施；通货膨胀率根据经验，3%~4%没有问题，如果超过4%，国家一样要管。但这都重在预调，重在微调。宏观调控切忌大起大落、大升大降、大摇大摆，这对经济都是不利的，要把这两个指标掌握住。而增长率指标改为软指标、弹性指标，加上以上提到的改革，我相信一定可以成功进入新常态。

中国新常态下的经济环境与战略

东南大学经济管理学院名誉院长
华生

经济环境现在称“新常态”，什么是新常态？是不是指我们过去是高速增长，现在是中高速？就是高速增长也不能保证每个企业都高速增长，照样有那么多企业垮掉，中高速在全球就是了不起的高速。降速实际上对每个行业、每个企业的影响微乎其微。

这个话题为什么有意义？我担心咱们不是从高速增长到中高速，甚至是中速，而是没准儿降到低速，来个大起大落，这是国际国内都关心的问题。如果出现那样的情况，对企业家来说确实是个很大的挑战，因为整个经济环境会发生剧烈的变化。

比如像2008年美国的金融危机对全球的冲击，如果你在温州，赶上地产的冲击，虽然你经营得很好，但担保方、交易方都垮了，跟你赖账，那就麻烦了。所以我们最应该关心的是经济环境会不会出现大的波动，如果出现大的波动，政府就要应对，如果应对得很好大家日子就好过。如果手忙脚乱应对错了，我们的麻烦就更大了。我想经济环境的核心恐怕在这方面。

中国经济已经增长了30多年，后面增长的前景，我个人总体上是比较乐观的。说到中国经济，我赞同林毅夫等经济学家所说的“有潜力”。但是潜力不是现实，潜力发挥不出来的国家太多了，印度经济也非常有潜力。有潜力的地方很多，但是最后能不能实现，取决于太多因素。应该说我们目前的挑战，是非常严峻的。因为这个挑战并非今天才存在，

改革开放30年一直都存在。尤其2008年金融危机到现在，转眼6年过去了。改革开放10年的时候，我就写过一篇文章。末尾就是中国面临的三个前景：第一个是高速增长的前景，第二个是出现动乱的前景，第三个是长期停滞的前景。改革开放30年的时候我写了一篇文章，最主要的是分析过去支撑中国高速增长的因素，现在这些因素都已经发生了变化。原来的因素不仅支撑不了高速增长，恐怕也支撑不了中高速增长。

中国经济增长的四轮驱动

当时的分析是，以前中国经济保持几十年增长有四大因素在支撑，或者叫“四轮驱动”。

第一是改革开放。我的观点就是对外开放对于中国的意义完全不亚于改革的意义。如果关起门来搞改革，我们今天恐怕还没走多远。中国一直处在大变革的时代，从开放当中获益，我们依靠后发优势，大大缩短了和发达国家的距离。现在的麻烦是，一开始我们改革开放的时候美国人没认为有大变革，认为撒下一点面包渣你愿意怎么捡就怎么捡，中国捡了30年之后美国认为不一样了，现在从某种意义上说，中国与美国在很多领域成了对手，大差距的好处在慢慢地消失，反过来人家开始把中国作为竞争对手进行防范、博弈、围追堵截。但是对外开放这些年来实际上已经产生一些问题，这是改革开放30年需要分析的。我们过去主要靠开放，靠后发优势，尽管这点优势今天还有，但已经大大缩小了，而且负面的因素在不断增加。

第二是市场化。一方面通过双轨制，通过引进市场因素，整个经济逐步市场化了。另一方面通过发展民营经济，引进外资，对国企进行改造，也产生了巨大的推动力。30年以后，市场化的好处有了，市场化存在的问题也逐步暴露出来。企业改革更是这样。国企改革经过了几十年，有很大的进展，但是应该说30年前提的第一步还没有迈出来。35年

前开始就说政企分开，但现在国企、央企依然没有政企分开。

第三是靠农村。农村的联产承包责任制，也就是分田到户，提供了经济发展的第一支火箭式推动力。1984年以前最大的改革就是“包产到户”，令农村焕发了活力，给中国领导人以信心，因为过去人民从来吃不饱饭，并且在那个信心的前提下我们进行了城市的改革。但邓小平没想到乡村的发展，更没想到几亿农民到城里打工，这些因素带来的变化推动了我们后来的发展和增长，但这些因素的推动力正在消失，相关问题也在出现。每家两三亩地的种植显然是束缚了农业的规模经济，农民进城打工为中国成为世界工厂提供了最强有力的基础。所以我们有廉价的劳动力，但是现在问题也开始暴露出来了，就是长期的候鸟式迁移。经济发展了，各方面的成本上升了，但是中国劳动力、人力成本的提升非常有限。农村人普遍读到初中毕业就开始辍学了。而现在是中国经济需要提升的时候，人的素质如果不提升，下面的增长就会遇到瓶颈。

第四是跟地方竞争有关系。中国国家大，靠财政承包和地方经济推动了经济发展。我觉得中国做企业的人可能都有一个机会，因为各个地方竞相用更优惠的力度吸引投资。尽管中国的投资环境还有不尽如人意之处，但是在其他国家的人看来，比如与印度相比，中国的投资环境已经是天堂了。现在地方政府的竞争也开始走向另外一面，由于地方竞争、地方政府的作用，大家看到的最明显的就是依靠地方财政、土地财政来维持经济的发展，造成了一系列扭曲。

经济增长靠结构变化

原来的推动力都开始衰减，中国要想继续增长靠什么？现在经常讲到靠技术进步，靠教育，靠创新，都不行了，这些只能保证一般的增长。技术创新中国比不上美国，中国的人力资本也比不上美国，中国一天两天也改不成美国那种有利于创新的体制。靠这些因素，美国经济每

年增长2%就感觉很好了。如果中国把自己的目标定在2%到3%，靠刚才讲的那些因素就足够了。但是，如果说中国新常态下的增长只不过从10%降到5%左右，那么靠这些一般化的因素是支撑不了的，因为全球都没有先例。中国经济在这个阶段，为什么还有比较高的潜在生产力？技术创新等都是对的，但解决不了问题。在“金砖四国”里中国也处在最顶端，那么靠什么才能支撑这个局面？实际上只有靠中国在这个阶段把结构转换了。最大的结构转换就是农民从低产出的农业中走出来，到高产出的工业和第三产业。因为现在农民在土地上实现的一般年产值也就1 000元人民币，他现在就是出来到城里当小工，年产出也有好几万。所以我个人觉得，这个收益是支撑今后20年左右中国经济还能够在一个比较高水平上增长的主要原因。超过5%就比较高了，5%以上的增长，光靠技术因素以及其他的一般因素是支撑不了的。中国现在的户籍人口城镇占35%左右，65%是农村户口。农民工进城了两个多亿，但是农民工基本上是候鸟式的，到40岁左右就开始回流。家属绝大部分不在身边，还有几千万儿童留守农村。

经济增长要达到5%以上，主要还是靠结构变化。这个结构是所有发达国家所具备的潜力，所有的企事业都是这样。在这个转换当中除了正常的技术进步、创新，最主要的是中国所处的阶段，有大量的人口——总人口当中很大比例的农民，从低产出的农业部门转向高产出的工业部门和服务业部门，经济增长主要是他们带来的。而这种转变同时跟另外一个转变也是一致的，就是劳动力从农村这种规模经济比较差的、集聚度比较低的地方进入城市。城市是高度集聚的，上班时间缩短，交流、沟通的成本降低，很多企业集聚在一起，互联网企业集聚在一起，金融企业集聚在一起，低产出的产业向高产出的产业转移，从规模不那么集聚的地方向规模集聚的地方转移。这两个比较大的变化，才是中国有可能继续维持高速增长的动力。

但是实现这个增长需要对中国的政策做出重大调整。我们看到这几年来政府已经开始提出城市化和新型城镇化。中国目前所采取的措施应

该是远远不够的。经济环境，恐怕最主要的是取决于我们的政府、我们的社会，怎么样来回应我们这个时代的挑战。

关于企业战略与经济环境的关联也是老生常谈。企业经营有一句话，我觉得还是很有深意的，做正确的事，比把事做正确要重要十倍。如果跟未来的大方向不一样，即使你很辛苦很努力，你仍然会挣扎得很凄惨，最后不成功还对不起周围的一大批人。所以我觉得所谓企业的战略，就是要选对正确的事情去做。

再就是企业跟政府、政策环境的关系。做企业，眼睛要盯着政府和政策环境，这里面有一条，就是你永远要相信政府包括领导说了什么，也许说的未必做得到，但企业经营者要判断的是肯定能做什么，非做什么不可，这样就可以少受经济环境波动的影响和伤害。

新常态的要义是减速治理

中国社科院经济研究所副所长
张平

2014年经济增长的经验事实

中国经济在2012年、2013年实现了GDP　7.7%的增长，2014年前三个季度GDP增长达到7.4%的水平，与我们2014年的预测基本一致。展望2015年，经济增长目标应下调到7%。对于经济增长的实际值，多数机构基本预测为7%。中国经济的增长趋势已经明确地进入了“换挡期”，即从8%~10%的高速增长阶段转向新常态的6%~8%的中高速增长阶段，其背后的逻辑基础、机理和趋势值得我们深究。

当前，中国经济出现了一系列新的经验事实，预示着中国经济发展阶段大转变的开始。归纳起来有以下几点：

一是高投资与经济增长减速相伴。2008年金融危机以后，中国经济的增长趋势从2011年开始逐年下滑，经济增长从2011年的9.3%下滑到2012年的7.7%、2013年的7.7%和2014年的7.4%，而投资率从2009年反危机后一直处于49%的高位水平。21世纪以前平均在35%~40%之间，2001~2007年在40%左右，反危机后投资率再提高到49%，但经济增长趋势性下滑；在货币激励方面，从传统货币扩张看新增长贷款，2005年以前新增贷款都在2万亿元以内，2009年反危机一年新增长贷款高达9.6万亿元；2010年后央行起用社会融资总规模来观察货币扩张，2010年和2011年在14万亿元上下，2012年15.7万亿元、2013年17.3万亿元，2014

年预计17万亿元，并开启了降息等货币刺激政策，货币刺激政策力度可谓持续加大；与投资和货币激励相配合，社会杠杆率不断攀升，以M2（广义货币）/GDP做最为简单的计算，2014年预计超过200%，按信用总量计算，2012年超过200%。一个基本的事实是，在现有的经济增长模式下，投资已经无法拉动经济高增长了。

二是国际贸易增长低于各国GDP平均增长，全球贸易红利结束。2008年金融危机后，全球经济增长持续低迷，全球贸易增长连续多年低于各国GDP增长，国际分工作用减退，国际需求疲弱，全球化带来的全球贸易红利已经结束了。中国贸易盈余2011年后占GDP的比重都没有超过3%，对中国经济带动作用下降。中国2013年进出口世界第一，其大国效应将直接影响世界市场的变化，但中国出口规模的上限约束越来越强。近年来随着人民币跟随美元升值，人民币有效汇率持续升高，中国低端制造的劳动力成本的比较优势丧失，高端制造因发达国家的制造业的智能化，特别是它们靠灵活的汇率调整重新获得竞争力，也在挤压中国制造业升级出口的上升空间。我国制造业在要素成本持续提高和创新能力提高慢的情况下，国际竞争力会不断下降，国际市场份额不仅难以提高，而且还可能会逐步下降。从服务贸易看，中国一直是逆差国，而这正是中国消费升级的一个重要需求方面，也是未来全球贸易的新亮点，中国在这方面比较优势较低，净出口对经济的带动变得很弱，甚至出现了负带动。

三是产业结构现代化与就业结构非现代化。从增加值上看，中国产业结构现代化了，第一产业只占我国产业结构的10%，按可比价格低至7%，制造业、服务业、建筑业现代部门占据了90%的份额。但从就业分布看，农村劳动力占比过高，仍在30%，尽管从2003年以来进城就业的人群基本上是以服务业就业为贮水池，而不是返回农村，但农村依然储备了大量的剩余劳动力。从现代部门的增加值比重看，2013年服务业占GDP的比重超过了第二产业，2014年上半年服务业占GDP的比重上升到46.6%，增长速度8%，超过第二产业7.4%，服务业成为经济增长的主要

驱动力。值得注意的是，第三产业的高就业降低了第三产业的劳动生产率，用经济效率减少换取就业增加是无益的。因此，必须改革服务业现有体制的束缚，加快提升服务业效率，否则服务业的产业比重越高，劳动生产率越低。

四是价格持续走低，产出负缺口冲击。2014年通货膨胀率已经降低到1%的时代，而可观察到的产出负缺口就是PPI（生产者价格指数）持续30个月负值。从理论上看，即实际增长低于潜在增长水平，也就是说，从2012年开始负缺口明显出现，衡量负缺口的价格指数PPI从2012年转负一直到现在。从现有的国际原油价格下跌的趋势看，2015年PPI将进一步下降，持续负PPI实际上就是实体部门的严重通缩，必然也会拖累整体经济的复苏，进而降低总需求，推动消费者价格指数走低。

这些经验事实表明，中国经增长速度“换挡”已经是明确的，即从高速转向高效，经济结构从非均衡赶超向较为均衡的可持续发展结构转变。更为深刻的是，生产方式发生根本变化，即从追求“规模——效率”的贪大图洋式的规模化发展，转向了以需求为导向的“需求——效率”发展方式。传统上我们靠政府改革形成新的发展空间、努力占据新资源和扩大产能规模，以提高负债来提升企业和国家的发展，而现在经济减速、产能过剩、出厂价格通缩，腾挪空间受到挤压，规模化扩张的粗放发展阶段宣告结束，传统规模扩张模式结束，但新模式仍没有建立起来。

中国新常态是过渡形态

新常态，顾名思义，就是指“反常的现实正逐步变为常态”，即中国当前减速调整是依照传统高增长而言的新常态，是一个典型的过渡期，这个过渡期有着明显的时间长度和过渡时期强烈的结构性和政策性调整特征。

在国际上也是如此，据统计，2002年，“新常态”一词在国际主流媒体中每个月出现50次；2011年，“新常态”一词每个月出现700次。在国际上，新常态越来越多地被定义为一个过渡性时期，其特征包括：（1）全球经济与贸易增长处于较低的增长水平，贸易摩擦不断，贸易保护主义抬头，全球新治理架构缺位；（2）刺激经济政策与“去杠杆”并存，各国政策操作空间狭窄，但政策调整频繁；（3）世界各国的经济增长处于调整阶段，经济与政策周期不同步，美国、英国退出量化刺激，而欧洲、日本加大量化刺激，世界经济摩擦动荡加大；（4）金融市场繁荣与实体经济虚弱并存，大量的失业和收入差距拉大都成为一个新的过渡阶段特征。

中国经济“新常态”特征包括以下几个方面：

（1）经济增长结构性减速，即赶超过程中的结构性加速因素，如人口红利、二元经济下的廉价劳动力、工业化发展、技术进步中的“干中学”效应、全球大繁荣带来的需求等积极因素逐步结束，结构性加速因素变成了减速因素。经济增长告别过去两位数高增长模式，进入中高增长阶段，官方文件对此的表述是“经济增长进入换挡期”。2001年至2011年，中国经济增长率年平均值为10.4%；从2012年初至2014年初，各个季度的GDP增长率都在7%~8%之间，具有明显过渡期的特征。

（2）持续的经济结构调整。这一结构调整已经不是原有意义上的一、二、三产业的比重高低调整了，而是更为广泛的经济结构的调整。经济结构调整的意义首先在于如何重振内需，即通过内需拉动中国经济；其次，内需调整如何提升消费需求比重，其重要的内容就是要调整收入分配；再次，才是产业结构转型升级优化调整，持续提升产业效率；最后是区域结构调整，中国区域结构将趋向均衡发展的新常态。如京津冀经济圈、21世纪海上丝绸之路、丝绸之路经济带和长江经济带、超大城市群等区域经济的发展为中国经济升级版提供了实实在在的发展空间。

（3）宏观政策频繁操作，微刺激和防范金融风险并存成为新常态。主要表现在消化前期政策过度激励带来的高杠杆和高地方负债，同时为了保证经济增长的平稳一直将采取微刺激，本质上又在提高杠杆，这使得政府宏观政策操作空间非常狭窄，但操作频繁。

（4）高成本的要素供给成为新常态。低土地成本、低劳动力成本、低环保成本、低税收成本等低成本的工业化时代已经过去，我国依靠扭曲土地成本、劳动成本和环境成本等形成的特殊优势将逐渐消失，中国经济增长的贡献者应该来自全要素生产率和人力资本的提升。这些要素供给的逆转要求必须改变要素的供给与配置机制，市场化改革才能改善供给侧，才能有效推动劳动生产率的提高和技术进步。

（5）建设市场化配置资源制度为主线的全面深化改革成为新常态。传统赶超过程中过度依赖于政府配置资源的模式让位于市场配置资源，打破政府干预配置资源成为改革的红线，这里包括大量的改革内容，如要素价格调整、国企改革、利率和汇率市场化改革、政府行政改革、事业单位分类改革、农村土地改革、城市户籍制度改革、税收财政体制改革等多方面，这些改革将成为中国现阶段最为重要的促进高效发展转型的常态内容。

“新常态”的定义很多，从原来定义的反常事实到常态这一明显的“过渡期调整”的概念，到现在中国的多种定义，有政策性的也有经验性的总结，从经济增长理论上理解，中国的新常态应该理解为过渡时期的形态，即从以工业化推动的高增长阶段逐步向均衡增长阶段过渡期的一个调整状态，包含了过渡的方向、过渡的时间和持续改革三个方面。过渡的方向就是从结构性赶超向着高效均衡增长阶段转换，即：（1）二元经济结构向现代部门的过渡，也就是农业部门的劳动效率与现代部门的劳动效率一致，经济结构的调整完全依据市场进行“出清”调整，无须政府干预配置；中国当前完成了产业结构增加值的现代化转化，但没有完成就业配置的转化；农村劳动力完成了职业转换，变成了工人，但

没有完成身份转换，不是城市的人，当前产业部门的劳动效率仍有明显差距，因此中国二元结构仍处在转化中；（2）市场经济制度已经初步建立，但市场经济体制没有达到十八届三中全会所说的“使市场在资源配置中起决定性作用”的状态，微观国有企业的改革，事业单位、管制部门、政府行政改革任重而道远，中国持续改革是这一阶段重中之重的任务；（3）经济增长贡献来自全要素生产率提高和人力资本的提升，而不是要素不断递增的投入，符合“内生增长”。当前我国增长中的最大问题是全要素生产率贡献的不断下降，而不是提升，不能解决技术进步与人力资本作用的发挥，则难以完成生产方式的转变。这三个标准是需要一段时间进行过渡的，中国当前的减速状态就是向新均衡过渡的“新常态”，其间的改革、结构调整和政策激励是这一时期重要的方面。

比照亚洲日本和“四小龙”，发现各自走向均衡即高收入地区的实际过渡过程差别很大，如韩国仅仅用了5年的时间就完成了过渡，而且是在亚洲危机中通过强烈的市场化和结构化改革来完成调整与过渡的，而我国台湾地区过渡了21年才完成了高效均衡增长，因此新常态转向真正的常态，即高效均衡增长路径，完全要根据自己的调整能力，很多调整不当会落入“陷阱”。

新常态下的减速治理

中国经济新常态最为核心的要义，就是利用好减速时期进行最为积极的结构性改革和完善市场经济体制，我称之为“减速治理”。只有利用减速压力推动全面市场化改革和经济增长方式的转变，才能成功跨越“中等收入陷阱”，走向高效均衡的增长阶段。“减速治理”往往是人们最不愿意进行的活动，因为有太大的风险，有的国家成功，有的国家就没有完成；但没有减速期，人们又不愿意进行深刻的自我增长方式的调整和结构性改革，因此不应回避减速治理这一难题。

从理论上讲，经济增长减速是经济体的一次大“清洁”，熊彼特称为“清洁机制”，即淘汰落后企业，推动创新企业发展。但这一理论机制在现实中难以完成，特别是亚洲国家，在有着政府干预（支持）的赶超过程中，政府支持的项目或企业都不愿意被清洁，甚至抗拒减速清洁，形成所谓政府支持的“僵尸”企业，将创新企业所需资源吸入，而降低了创新活力。因此，减速治理的核心就是利用“减速”重建新的增长方式和增长机制。韩国是一个减速治理成功的案例，在亚洲金融危机后接受了国际货币基金组织提出的一揽子改革方案，全面实现资本市场、外商直接投资和贸易自由化，成为一个近乎完全的开放经济体。在更具竞争性的市场环境中，韩国不仅可以增加劳动力市场弹性，降低创新的劳动力成本，而且能够激励包括新建中小企业在内的不同规模企业参与技术进步，从而为创新外溢效应发挥创造了有利条件。韩国的Taegi Kim和Keun–Yeob Oh运用韩国216家企业1985~2007年的微观数据，证实在此期间，由研发支出水平和专利数量提高衡量的知识增长已经对韩国制造业的企业全要素生产率产生显著的正效应。经过危机后的市场化改革，韩国经济增长方式的转变取得一定成效，韩国平稳地过渡为一个发达经济体。

中国的减速治理包含着全面的市场化改革和对现有存量的结构性调整，而且在宏观政策上要有足够的定力，让减速成为一个“清洁机制”，清理僵尸企业，鼓励创新。

——市场化改革重新起步。首先就要打破政府长期通过“支持”干预资源配置机制，让市场进行配置。政府干预的纵向资源配置体制，是中国工业化赶超的成功经验，现在却阻碍着中国经济市场化改革。转变的关键在于：一是政府要改革自身，转变职能，切实简政放权，彻底政企分开；二是让市场发挥决定性的作用，促进我国统一市场的尽快形成，重点解决更高层次的开放即要素市场的开放问题，解决在资本市场、人员流动、基础设施、信息等领域的割裂问题；三是打破条块分割的现状，纵向和横向的行政干预形成的条块分割影响资源的空间配置效率，

也保护了落后，使得区域间的贸易量减少或者萎缩，分工无法深化，创新难以外溢；四是强化法治，完善一系列标准体系和法规来规范市场经济秩序，而其中的关键又在于政府自身要守法。

只有打破政府干预资源配置的做法，中国才能进行减速治理。中国当前大量的僵尸企业仍在地方政府的支持下吸收大量的宝贵资源，降低社会的效率。在强化市场淘汰机制的同时，应尽快启动加速折旧，类似于1981年里根政府制定的《经济复兴税收法案》就提出了加速成本回收制度（ACRS）。在政策激励下，企业固定资产更新速度明显加快。同时提高环保标准，淘汰高污染、高耗能的产业，推动新兴产业的发展，进行工业化升级，提高工业制造业的效率，保持国际竞争优势，稳定中国工业制造业份额在35%左右的水平。

——存量释放，加快事业单位改革，推动服务业发展。当前服务业发展很快，但多为效率较低的行业，制造业与服务业劳动生产率相差一倍以上。主要原因是中国现代服务业主体的一部分是事业单位，如科教文卫；另一部分存在着严格的管制，如电信、金融、铁路、航运以及大量的公共服务部门，如水电气供给与排污等。这些服务业部门按发达经济体计算，基本上占服务业价值的80%以上，而我国长期困在事业单位和管制中，发展很慢。事业单位改革与放松管制相结合，释放出中国现代服务业的存量，吸纳社会资源进入，才能提升服务业的效率，参与到服务业的国际竞争中，服务业存量调整至关重要。

——重组地方债务，配合税制改革，促进社会基础设施投资。近年来地方在大规模举债的同时，也形成了大量重要社会基础设施的资产。按世界银行的定义，这主要包括教育、文化、医疗保健等等，短期回报低，现金流也较差，但其关乎人力资本提升的重要基础设施，是中国经济转型的根本。中央政府应该按照项目期限、收益率、项目的经济外部性和功能性特点，发行低利率的30年期以上的长期特别国债，对地方社会的基础设施资产进行购买，转移这部分地方政府债务，减轻地方政府

的债务负担；通过税制改革，推进生产性环节的间接税制为主，向消费、收入所得、财产保有环节的直接税为主转变，削弱地方政府侧重于生产性投资的税收激励，鼓励地方政府在社会基础设施方面投资。

——推进金融改革，积极应对国际周期不同步对中国的冲击。2014年随着沪港通、自贸区的推进，人民币自由兑换进入一个新的阶段，2015年有望再开启深港通、推出个人合格投资者即QDII2、扩大自贸区的试点，技术层面的资本项下自由兑换基本完成，而同时国内推进的储蓄保险和利率市场化也同步完成。2015年底可以说实践上已经可完成人民币自由兑换，中国将进一步融入国际化进程，但同时风险暴露加大。而中美经济周期和政策激励不同步等问题会带来冲击，这一冲击会打断很多改革进程，因此在金融改革的同时，防范金融风险和稳定人民币币值成了重要的政策考量。

减速治理关键仍需要宏微观双重努力。宏观政策要有足够的定力，容忍经济减速，不要过度消耗政策刺激的资源，宏观政策的重点在于化解金融财政风险；微观政策则更需加快改革和存量调整，尽快转向高效均衡的增长阶段。

通往新常态之路

中欧陆家嘴国际金融研究院执行副院长
刘胜军

“4万亿”刺激效应过后，中国经济增速再度下滑。到2014年底，这种探底过程仍未结束。当前一个社会共识是：中国经济现在面临的挑战与过去有很大不同，不是短期冲击，而是长期转型，政府和企业都必须适应新常态。2014年12月召开的中央经济工作会议提出，“认识新常态，适应新常态，引领新常态，是当前和今后一个时期我国经济发展的大逻辑”。

短期冲击还是长期挑战？

从表面看，中国经济减速的主因是2008年美国金融危机和欧债危机的外部冲击。此种观点以林毅夫为代表，他认为，“2010年第一季度以来经济增长速度的下滑，是国际外部性、周期性的原因造成的，不是我们体制、机制的内因造成的”。这种看法有一定的“表面逻辑合理性”：毕竟经济减速在时间上与2008年美国金融危机是巧合的。循着这样的逻辑，“4万亿刺激”的思路是可以理解的：以短期的财政扩张来冲销外部不利冲击，从而保持经济增速稳定。

但这种判断低估了挑战的复杂性：欧美金融危机只是导火线，揭开了中国经济增长模式的缺陷。即便没有这场危机，中国经济的调整和转型也是不可避免的。可以说，中国经济本应在欧美金融危机之前就开始转型调整，但被拖延了。欧美金融危机使得我们的转型无法再拖下去，

缺陷无法再继续掩盖。可以说，“4万亿”刺激不仅无法奏效，而且带来了比较严重的后遗症，就是因为对形势的误判：以为只是短期冲击，其实是经济增长模式转型的长期挑战。

过去35年中国经济保持了9.8%的高速增长，这打破了日本、韩国、中国台湾等经济体的高增长时间纪录。但中国大陆的经济增长模式存在内在的局限性，随着时间推移，其显得越来越不可持续。

旧的经济增长模式为何不可持续？

要理解当前经济转型的深刻挑战，起点是分析现行的经济增长模式。中国经济增长模式在过去35年不是一成不变的，但在21世纪第一个10年这一模式不断自我强化，形成了一个独特的增长模式。

笔者认为，中国经济增长模式可以概括为“政府主导下的投资驱动模式”，其特征是：第一，以高投资作为经济增长的主要动力；第二，通过低估生产要素价格刺激投资；第三，政府保留了对经济活动的强大控制权和资源支配权；第四，政治经济一体化，即各级政府以经济增长为核心任务，GDP崇拜。

首先，中国的投资率不断攀升，最近几年保持在50%左右，不仅远高于欧美发达国家（15%~30%）的水平，也高于“砸锅炼钢”的“大跃进”时期（42.8%）。即使日本、韩国在经济腾飞的阶段，投资率也没有超过35%的水平。中国如此高的投资率，形成了巨大产能。在2008年金融危机之前，快速增长的出口消化了大量产能。在后危机时代，产能过剩便不可避免地浮出水面。

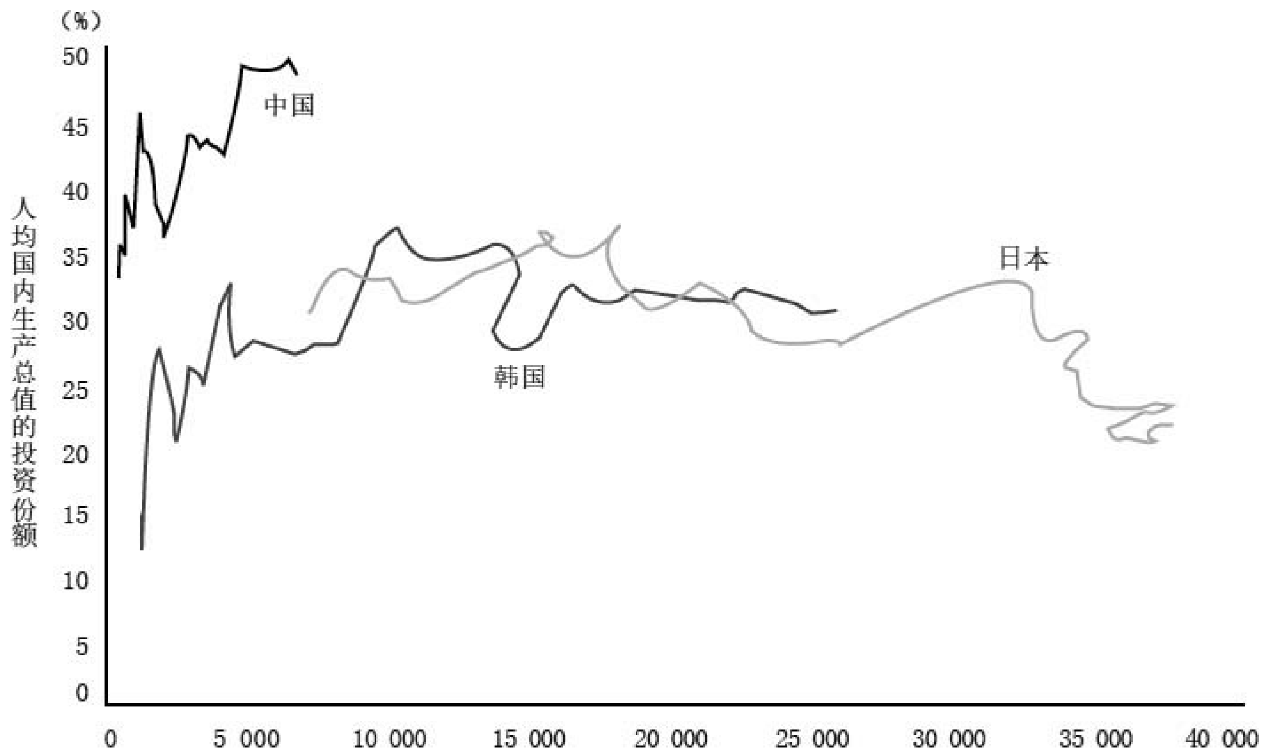


图1–1　中、日、韩投资占GDP比重比较

资料来源：亚洲协会，2014年

其次，生产要素价格低估。生产要素（土地、劳动力、资金、环境）是企业的成本。因此，压低生产要素价格有助于刺激投资。目前，中国的生产要素均存在显著的低估：地方政府在招商引资中可以把土地免费赠送给企业；中国劳动力成本只有德国的1/10；中国的环境污染几近“免费”；2004~2012年一年期银行存款实际利率平均为负、IPO（首次公开募股）市盈率高企。这种扭曲的成本优势，成为推动投资高涨的燃料。

再次，强势政府。中国的政府可谓超级政府，不仅拥有土地、国企等巨大经济资源，更保留了“无微不至”的审批权。1990~2012年间，中国财政收入增长38.9倍（其中中央财收增加55.6倍）。同期GDP总量仅增加了26.6倍，而城镇居民可支配收入与农村居民人均纯收入只分别增加15.3倍和10.5倍。2014年上半年，政府收入占GDP比重达到惊人的

44%。与税收占GDP比重较高的北欧国家大力投入社会保障不同，中国的财政支出主要用于投资性支出，包括铁公基（铁路、公路和其他基础设施）、楼堂馆所、形象工程、运动会、博览会。在反腐风暴之下，不少地方政府的豪华办公楼闲置不用，就是这一投资“大跃进”时代的见证。

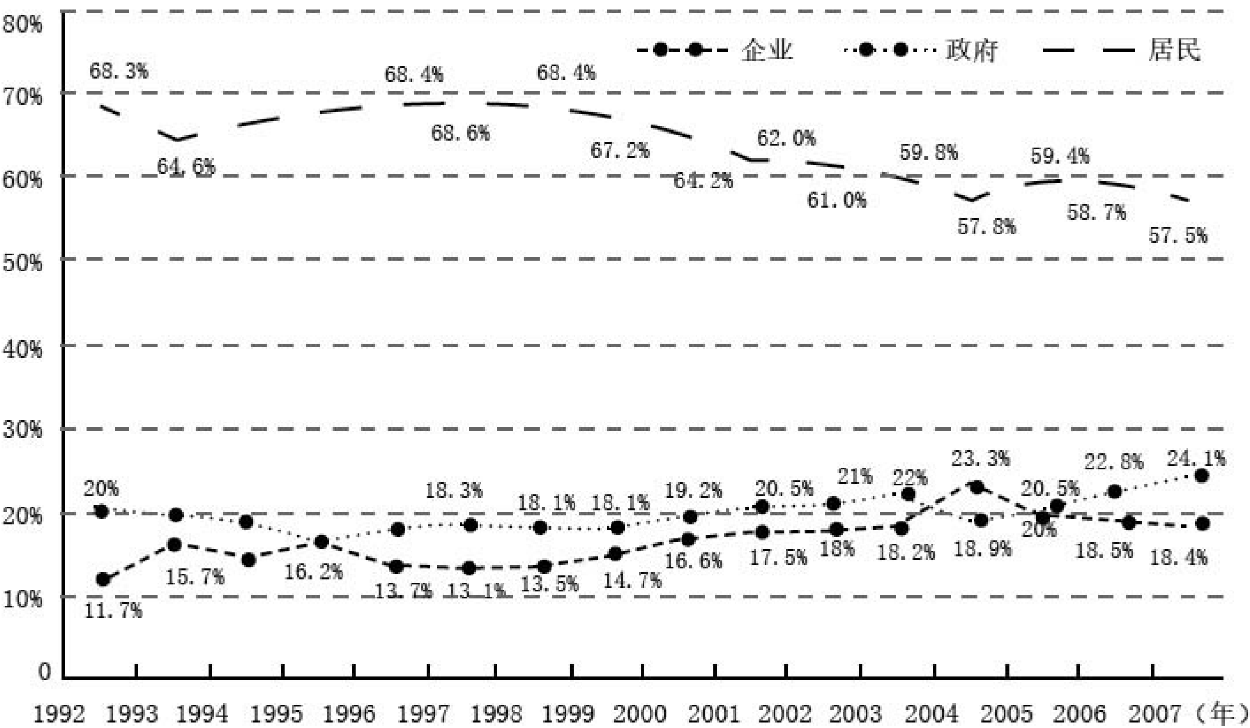


图1–2　失衡的国民收入分配结构

资料来源：《中国资金流量表历史资料：1992~2004》、2005~2007年《中国统计年鉴》

最后，GDP主义。在层层政绩考核之下，各级政府展开了GDP锦标赛。很快，官员发现，追求GDP不仅可以凸显政绩，更可以带来巨大的寻租机会：每建成一个项目，就会倒下一批官员。以深圳大运会为例，深圳政法委书记蒋尊玉、副市长梁道行落马就缘于大运会项目。由于司法不独立，地方政府可以将法治边缘化以便“大干快上”搞GDP。于是，我们看到了此起彼伏的征地拆迁纠纷、触目惊心的环境污染。

实践证明，现行的增长模式在创造举世瞩目的经济成就的同时，其

代价亦是沉重的：以雾霾为标志的环境污染突破临界点；政府干预经济导致腐败失控，不能不贪、不敢不贪、想不贪都不行；政府追求GDP导致官民冲突加剧，法治边缘化，上访蔚然成风；产能出现严重过剩。这一模式的不平衡、不协调、不可持续已经成为社会共识。

向何处去？

面对错综复杂的经济局面，以习近平为总书记的新一届中央领导集体对经济形势做出了清醒的判断，即中国经济处于经济增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期的“三期叠加”。

2014年5月，习近平将中国经济特征进一步提炼为“新常态”，并在11月APEC（亚太经济合作组织）会议上总结了新常态的三大特点：经济增长速度从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，增长动力从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。

“新”通常是个积极、正面的词。但就新常态而言，其中蕴含的风险不容小觑。习近平警示说，“新常态也伴随着新问题、新矛盾，一些潜在风险渐渐浮出水面。在战术上要高度重视和防范各种风险，早做谋划，未雨绸缪。”新常态的提出，引发社会各界热议。

笔者以为，新常态的提出，其最大意义在于宣示经济转型的长期性和不可避免性。要准确把握新常态，需要深入分析三个问题：（1）新常态之下的中高速究竟是在什么样的合理区间？（2）新常态之下的经济增长需要依赖哪些新动力？（3）如何在转入新常态的过程中避免系统性风险？

中高速的合理区间是多少？

就新常态而言，最受关注的是速度问题。林毅夫乐观地认为：“中

国经济在未来20年仍有潜力保持年增长8%的速度。”中共中央政策研究室原副主任郑新立也声称，“7%~8%的经济增速可以保持到2030年。”

然而林毅夫的推理逻辑是相当苍白的。林毅夫所认为的增长率8%的逻辑是基于，“2008年我国人均收入是美国的21%，相当于1951年的日本、1977年的韩国与美国的差距。日韩实现了20年每年7%~9%的增长。因此中国未来20年有年均增长8%的潜力。”

这样的简单类比是缺乏说服力的。头脑清醒的人都不能忽视下面三个事实：第一，中国经济体量已世界第二，与当年的日本不可同日而语。经济体量越大实现高增长越困难；第二，中国已高速增长35年，而当年日本刚从“二战”中恢复；第三，中国的环境、腐败、房价泡沫等制约因素远非当年的日本所能想象。其实，中国更类似于1990年的日本，而非1951年的日本。

合理增速的标准是什么？李克强总理提出，“外界总有种误解，觉得7.5%是个‘底线’。但我早就说过，所谓‘7.5%左右’，就是高一点、低一点都可以，关键在于就业有没有增加，收入有没有增长。”从尊重经济规律的角度出发，合理增速取决于潜在增长率，而潜在增长率又受到体制变革、人口红利、环境资源瓶颈、外部需求等诸多因素的影响。

根据大多数学者的研究，中国从现在到2020年的潜在增长率在6%~7%之间。当然，能否达到潜在增长率很大程度上取决于体制改革的进展。不过，结合日本、韩国、中国台湾从高速向中高速过渡的经验数据来看，5%左右的增速才是一个相对稳定的新常态。也就是说，中国大陆的经济目前仍未达到一个稳态，仍将震荡下行，最终稳定在5%左右的可持续水平。至于下滑到5%需要几年，这取决于短期政策因素和改革进展。

表1–1 经济增速的国际比较

	时间区间（持续年数）	平均增速（%）	增速区间（%）	下一个时间区间（年）	平均增速（%）	增速区间（%）
中国大陆	1978~2011（33）	9.9	（3.8，15.2）			
日本	1959－1970(11)	9.2	(－5.1,13.1)	1971~1990	4.6	(－1.6,8.4)
中国台湾	1963~1987（24）	9.6	（1.4，14.0）	1988~2009	5.1	(－2.2,8.5)
韩国	1963~1991（28）	8.5	(－1.5,13.8)	1992~2009	4.9	(－6.9,9.2)

资料来源：CEIC（香港环亚数据分析有限公司），WIND（万得资讯），海通证券研究所



图1–3 韩国经济从高速到中高速的过程

资料来源：www. tradingeconomics.com，韩国央行

新常态下的新动力

如果说过去10年的增长动力主要来自投资、出口、人口红利、房地产等因素，这些动力如今都已经进入下降通道。新常态下的增长应该实现增长动力的切换，逐步培育新的增长引擎：

第一，创新。在罗伯特·索洛（Robert Solow）提出的新古典增长理论中，创新被称为“全要素生产率”。他的研究表明，创新是现代经济增长最主要的动力。1909~1949年，美国经济增长中创新的贡献高达

87.5%。对中国这样一个大国而言，创新的重要性更是不言而喻，创新是通向可持续发展的不二路径。创新不仅是技术，更包括商业模式的创新。而创业是创新最重要的源泉。

第二，消费。中国以投资驱动的增长模式，也导致国民收入分配结构的失衡，居民收入占比持续降低，进而导致消费占比的降低。假定未来几年净出口为0或负数（考虑到欧美去杠杆的长期影响），提升消费是化解产能过剩的唯一出路。要提升消费，必须推动收入分配体制改革，而这需要一场全面的体制变革，例如开征遗产税、打破央企垄断、减少政府审批、征地制度改革、提高实际利率、股市IPO注册制等等，这些改革都对收入分配有重要影响。

第三，城镇化。与其他中等收入水平国家相比，中国的城镇化率只有53%，户籍标准的城镇化率只有35%，这是一个“幸运空间”。大力促进城镇化，不仅可以带来基础设施、住房、医疗、养老、教育领域的海量投资，也是解决“三农”问题的根本出路。推进城镇化，不是政府造城，而是让市场力量自发地推动。政府的任务是：第一，逐步降低城镇化的户籍壁垒；第二，完善城镇化的基础设施与社会保障体系，避免“贫民窟”之类的城市病。

如何避免转型中的风险？

由于当前的转型是“被延误”的转型，目前已经积累了相当多的风险因素，特别是实体经济部门负债率过高、产能过剩现象普遍。

第一，高负债。据标准普尔数据，2014年中国企业债务余额将达14.2万亿美元，占预期名义GDP的135%左右，而同期美国企业债务余额为13.1万亿美元，只占预期名义GDP的75%左右。与美国去杠杆主要发生在家庭部门不同，中国去杠杆的焦点是实体经济部门，这无疑会对经济增长带来更大冲击。

第二，产能过剩。目前，中国不少行业的产能利用率只有70%左右。2014年8月底工业产成品库存达3.7万亿，创历史新高，同比增15.6%，比2013年同期高10个百分点。先要去库存，然后去产能，这是一个巨大的挑战。

从国际经验来看，大多数国家在去杠杆、去产能的过程中，都发生了严重的金融危机，甚至经济危机。2014年8月以来孱弱的经济数据表明，中国实体经济存在硬着陆的风险。中国能否平稳转型，避免系统性风险是极大考验。

笔者建议：第一，加快收入分配体制改革，提升消费能力，化解产能过剩；第二，将金融改革作为重点，消除利率双轨制，放弃IPO审批，鼓励民营银行和互联网金融，疏浚融资渠道，提升金融体系有效配置资源的能力，减少金融扭曲；第三，大力推进政府简政放权，给市场以创业和创新的自由空间；第四，在努力让“改革成为最大红利”的同时，货币政策与财政政策必须保持足够的灵活性，能够快速反应，防范系统性风险的爆发；第五，在不发生系统性风险的前提下，允许市场机制淘汰僵尸企业，这是转型不可避免的阵痛。

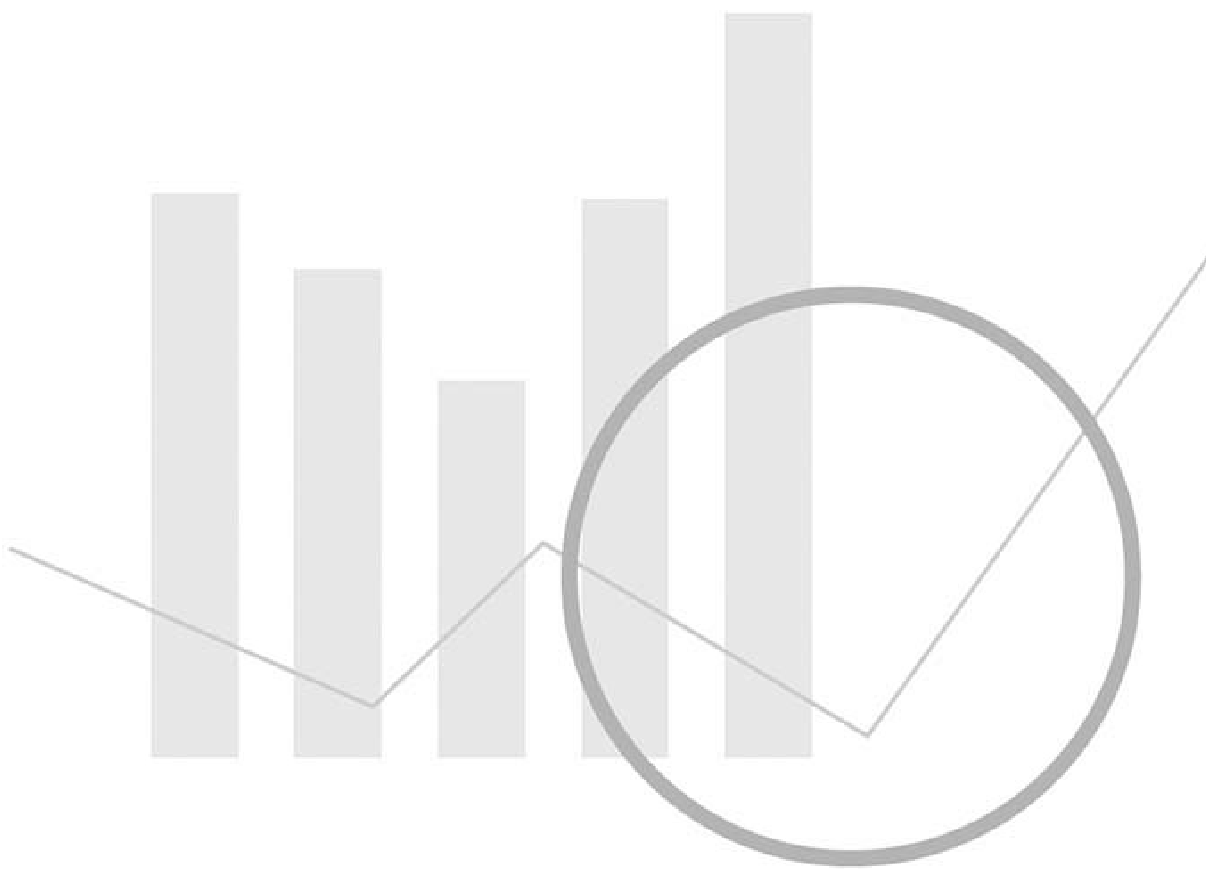
转型期的挑战在于：改革红利的释放与过去积累风险的释放之间的赛跑。在这样的特殊时期，“刺激”作为一种应变手段应该保留。但是切记，刺激的唯一目的是为改革赢得时间。更重要的是，必须认识到，传统的铁公基刺激，对于解决实体经济高负债、高产能问题效果甚微。靠财政花钱的刺激方法，不仅低效而且易滋生腐败。未来的刺激应该以减税为主，通过减税来刺激消费、化解产能过剩。例如，可以考虑在2020年改革取得决定性成果之前，暂停征收个人所得税（每年6 500亿左右）。减税既是刺激，更是改革，可以取得提振经济信心、扩大消费、化解产能过剩、宣示改革诚意等一石数鸟之效。在反腐高压之下，各级官员已经没有胆量和心情“花钱”：2014年1至10月，全国财政支出约11.4万亿元，完成预算74.2%；按照年初制定的2014年全国财政支出153 037

亿元的预算，11月和12月财政支出将高达39 484亿元。与其年底“突击浪费”，不如大胆减税。1980年美国总统里根上台后，面对美国经济困局，果断将公司所得税、个人所得税减30%，帮助美国经济走出了困境。中国如今面临类似的政策机遇。

尾声

2014年12月召开的中央经济工作会议非常精辟地阐释了“通往新常态之路”：“化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间……全面刺激政策的边际效果明显递减……积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度。要促进‘三驾马车’更均衡地拉动增长……主动适应经济发展新常态，保持经济运行在合理区间，把转方式调结构放到更加重要位置，狠抓改革攻坚，突出创新驱动，强化风险防控，加强民生保障，促进经济平稳健康发展和社会和谐稳定。”

第二章
经济的新常态



新常态下，以创新加快培育经济增长新动力

国务院发展研究中心主任、研究员
李伟

2015年是非同寻常的一年。这一年至少有三个特别之处：一是习近平总书记提出的经济发展进入新常态这一科学论述，将成为2015年我们制定新阶段发展战略、规划和一系列政策的大逻辑；二是2015年是“十二五”的收官之年、“十三五”的规划之年，承启“五年规划”之前后，意义重大；三是2015年是为完成2020年全面深化改革任务奠定良好基础的关键之年。而要做好2015年的工作，十分重要的前提就是准确理解、正确遵循“认识新常态，适应新常态，引领新常态”这一当前和今后一个时期我国经济发展的大逻辑；深刻认识新常态是我国经济向形态更高级、分工更复杂、结构更合理的阶段演化的必经阶段，而实现这一阶段演化的重要标志，一是经济体制改革的阶段性任务基本完成，二是结构调整及发展方式转变取得实质性进展，三是新的经济增长动力基本形成。

在此，仅就“新常态下，以创新加快培育经济增长新动力”谈几点认识。

适应新常态，引领新常态，必须科学认识新常态

习总书记在2014年12月9~11日的中央经济工作会议上对经济发展进入新常态进行了系统的论述，并鲜明地概括了新常态所带来的趋势性变

化，这正是我们认识新常态的出发点。只有深刻理解、正确把握这些趋势性变化的内涵，才能科学认识新常态，适应新常态，进而引领新常态。我感到，要加深对这一内涵的理解和把握，必须科学分析我国经济发展所面临的内外部条件的新变化，及其蕴含的发展新机遇和新挑战；还必须深刻认识新阶段对发展提出的新要求。

从外部环境来看，新的最显著的变化就是世界发展格局的深度调整。随着全球化的不断深入和中国在全球经济中地位和影响力的提升，中国的发展也越来越受到世界发展格局的影响。谋划中国的发展，必须对世界格局的变化有清醒的认识。概括地说，世界发展格局的调整表现在这样几个方面。

一是全球经济增长格局正在发生深刻变化。在国际金融危机的冲击下，世界各主要经济体都采取了种种措施促进经济增长，但是到目前为止，世界经济增长的前景可以说仍是阴云未散，晴天难期。据国际货币基金组织预测：美国2014年经济增长2.2%，与前年持平；日本二、三季度修正后的GDP按年率分别萎缩7.3%和1.9%，陷入“技术性衰退”，全年可能在1%左右；欧盟统计局数据显示，欧元区第二季度经济增长为零，不少经济学家怀疑全年0.8%的目标恐怕难以实现；国际货币基金组织预估，转轨和发展中国家经济增长将从4.7%降至4.4%；印度已从2010年的10%左右降至5.6%；2014年将是拉美经济增长10年来最低水平，巴西降至0.2%；摩根士丹利预测俄罗斯将降至0.6%。这些数据说明，无论是发达经济体还是发展中经济体，都面临着深刻的、复杂的、相互交织的结构性矛盾。这些矛盾绝非短时间能够得以解决，而且更需要进行深刻的体制变革。在这些矛盾没有得到根本解决的情况下，全球经济格局无疑处在极其不稳定的变动，甚至撞击之中，世界经济增长和国际贸易增长也很难恢复到危机以前的水平。

二是全球分工格局正在加快重塑。为赶超发达国家，发展中国家正在加速推进工业化；在金融危机的阴影下，发达国家纷纷采取“再制造

业化”战略。这使得发达国家和发展中国家的分工关系呈现出更加复杂的局面。同时，在交通通信等领域的技术进步的推动下，低端生产领域的竞争日益激烈，致使全球价值链分工更有利于处在价值链两端的发达国家。有数据显示：近几年，跨国公司在全球投资的利润继续增加，主要发达国家仍是全球化的最大受益者。2008年至2013年，美国跨国公司海外利润增长93%，达到2.3万亿美元。截至2014年3月的2013财年，日本上市企业在亚洲的营业利润同比增长22%，再创新高。这说明分工重塑过程中，发展中国家的国际竞争将面临更为严峻的挑战。

三是全球经济治理格局日趋复杂。在世界贸易组织新一轮谈判迟迟未能取得突破性进展而陷入困境的背景下，各种各样新的区域合作倡议和机制不断推出。这在深化区域合作的同时，增加了全球经济治理的复杂性、多变性、不确定性，也在一定程度上影响了全球贸易发展的进程。世界贸易的有关数据可以做一证明：世界贸易的增速通常是世界经济增速的两倍，据WTO等国际机构介绍，在2008年全球经济危机前20年世界贸易额平均增速为6%，而2013、2014年分别为3%、3.1%。

四是全球政治与经济的相互关系日益密切，相互影响日益增强。政治和经济是两个范畴，但两者之间从来就没有分离过。在全球竞争日益激烈的情况下，政治对经济的干预有明显加强的趋势，地缘政治危机对区域甚至全球经济的影响呈现多发性、尖锐性、难以预测性。如当前俄罗斯所面临的问题，仅从经济的角度是难以得到完整合理解释的。

从内部环境来看，新的最显著变化是发展受到约束的广度和强度前所未有。一是发展绝对水平不够高和老龄社会过快来临之间的矛盾凸显。在发展水平与发达国家还有明显差距的情况下，我国出现劳动年龄人口绝对下降的趋势。创造社会财富的人相对减少，依靠社会赡养的人口相对增多，2013年中国60岁以上的老龄人口已超过2亿人，2014年已达总人口的15%，大大超过传统老龄社会10%的标准。“生之者寡，食之者众”，提高劳动生产率迫在眉睫。

二是科技创新能力不足与转型发展紧迫要求之间矛盾尖锐。转型发展的根本支撑在于科技创新。然而，坦率地说，近些年我国的创新能力虽然有所提高，但还难以支撑产业结构的转型升级，我们多年来强调的增长动力的转换，用“青黄不接”这一成语形容并不为过。创新能力不足的一个显著表现是很多产业发展所需要的核心技术严重依赖发达国家。2013年，我国进口集成电路的总价值超过进口原油，高达2 313亿美元。

三是发展对资源环境的新压力与人民群众对改善生存环境的新要求之间矛盾空前。2014年，中国的国内生产总值将达到65万亿元左右。经济的进一步增长对资源环境构成的压力远非昔日可比。同时，人民群众对改善生存环境的要求越来越高，越来越急迫，在人口集中居住的东北黑河至西南腾冲的胡焕庸斜线东南地区，空气、水、土地的承载能力及污染程度，可以说，大都到了极限。

四是过大的收入差距与人民群众对于公平的渴望之间矛盾突出。据国家统计局测算，2013年中国的基尼系数高达0.473。这一水平高于国际上0.4的警戒线。长期存在的过大收入差距，引发或者加重了一系列社会矛盾。另外，我国近2亿非城镇户口的城市常住人口与教育、医疗、住房等社会公共服务水平差异的矛盾越来越突出，对社会和谐、社会治理提出了新的挑战。

除了以上两个方面外，世界范围内的新一轮技术革命，也必将对中国未来的发展产生极为深远的影响。历史表明，每一次技术革命都会对生产方式、消费方式乃至人类的发展进程产生重要影响。18世纪，以蒸汽机技术为代表的第一次技术革命使人类进入了机械化时代；19世纪末至20世纪上半叶，以电机和化工技术为代表的第二次技术革命，使人类进入了电气化、原子能、航空航天时代；20世纪下半叶，以信息技术为代表的第三次技术革命使人类社会进入了互联网时代。目前，全球正在孕育以3D打印、分布式能源、物联网为代表的新一轮技术革命。新一

轮技术革命成果和上一次技术革命成果的结合，将对生产组织方式、商品流通方式、居民消费方式和社会交往方式产生重大影响。这会带来发展的新机遇，也会从产业发展、经济管理和社会治理等方面向我们提出巨大的挑战。同时，这也将是经济全球化一次新的大洗牌。

这些环境和条件的变化，对新时期的发展提出了新的更高要求。具体包括：未来的发展既要注重物质财富的增长，更要注重社会的进步；既要注重财富创造的结果，更要注重财富创造的过程；既要保持一定的增长速度，更要注重增长的集约性；既要注重经济的效率，更要注重社会的公平；既要注重当代人的发展，更要注重为子孙后代留下广阔的发展空间。只有实现这样的发展，才能做到“物当其用、物尽其用”，才能彰显社会正义，才能体现代际公平，才符合人类社会进步的大方向。

适应新常态，引领新常态，必须加快培育经济增长新动力

面对新常态下的新环境、新机遇、新挑战和新要求，我们仍要充分认识发展是硬道理，发展是解决我国所有问题关键的重要意义。只有坚持不懈地推动发展，才能避免落入中等收入陷阱，才能保障中华民族自立于世界民族之林的地位。不言而喻，发展最基本的内容是经济增长。因此，在新常态下，仍必须使经济以一定的速度增长，换挡而不失速。当然，我们所需要的增长速度是有别于以往传统增长方式而有质量、有效益、可持续的速度，是建立在新的增长动力基础上的速度。

第一，保持一定的经济增长速度是顺利迈向新阶段的必然要求。经过60多年特别是改革开放以来30多年的快速发展，我国已从低收入国家成为上中等收入国家，但现代化的任务尚未完成。2013年，我国人均GDP虽已达到7 000美元左右，却只相当于美国的1/8左右，与智利、土耳其、巴西等国家有不小的差距，在世界人均排名仅在80位左右。要实

现中华民族的伟大复兴，要建设民富国强的现代化国家，必须长时期地保持经济持续、较快、稳定增长。

首先，保持经济持续增长是迈向高收入社会的需要。纵观工业革命以来的世界经济发展史，决定一个国家发展最终状态的，是经济能不能以一定速度持续增长。过去30多年，我国GDP保持了年均10%左右的增长，可并不意味着一定能把经济稳定增长保持下去。一旦增长进程中断，我们在现代化方面所做的种种努力可能会前功尽弃。其次，保持经济较快增长是维护社会稳定的需要。就业是民生之本，也是社会稳定的基石。保持社会稳定，必须以一定的增长速度创造足够的就业机会。当前我国劳动年龄人口的绝对数量开始下降，从劳动力供求总量关系上看，就业压力似乎不大。不过，需要引起重视的是，由于劳动力供求结构发生了变化，劳动力市场的结构性矛盾会日益突出。今后一段时间，我国每年都会有超过700万的大学本科生、硕士生、博士生毕业，这些人都期望获得体面的工作。就经济增长与就业的关联性、连续性来说，只有保持与过去相比可衔接的、适度的增长，才能创造出更多更好、适应社会需要的就业岗位。再次，保持经济稳定增长是防范财政金融风险的需要。在高速增长阶段，地方政府债务风险、金融系统风险和企业经营风险，容易被资产价格等因素上涨所掩盖。事实上，目前我国已经积累了不容忽视的财政金融风险。根据审计署公布的数据，截至2013年6月底，包括或有负债在内的各级政府债务总额高达30万亿元，相当于2013年GDP的51%左右。如果经济增速出现显著下降，资产价格就有可能大幅度缩水，企业利润率就会大幅下降，财政收入增长就会受到严重影响，这就有可能使潜在的财政金融风险变为现实的威胁。

第二，新常态下的经济增长必须依靠新动力。观察经济增长的动力，可以有不同的视角，既可以从市场需求的视角来观察，也可以从要素投入的视角来观察，还可以从资源要素配置结构的视角来观察。从市场需求的角度观察，旧的增长动力的主要特征是，经济增长过度依赖投资和出口，消费在其中的作用没有得到充分发挥；新的增长动力的主要

特征应是，国内需求特别是消费需求在经济增长中将发挥更大作用。从要素投入的角度观察，旧的增长动力的主要特征是，经济增长主要依靠资本、资源、劳动力大规模、粗放式投入，技术进步在其中的作用不够突出；新的增长动力的主要特征应是，经济增长要靠资本、资源、劳动力的高效集约使用，技术进步在其中将发挥越来越重要的作用。从资源要素配置结构的角度来观察，旧的增长动力的主要特征是，增长所依赖的配置效率改进主要来自资源要素在部门间、地区间的转移；新的增长动力的主要特征应是，这种配置效率改进将更多来源于部门内、区域内资源的优化配置。

经济增长只有建立在这样的动力基础之上，才能应对世界经济增长长期低迷的挑战，获得拉动经济增长的新动力；才能以较少的资源和劳动力投入创造更多的社会财富，应对老龄化带来的挑战，突破环境对发展的严重束缚，有效平衡社会各阶层的利益，创造永续发展所需要的支撑环境；才能满足新常态下人民群众对发展的新期待，有力推动中国的社会进步。

适应新常态，引领新常态，必须把创新作为形成新增长动力的根本途径

适应新常态关键在于形成新的经济增长动力，而形成新的增长动力的关键又在于创新。我们必须进行产品创新，开辟新的市场，使国内需求特别是消费需求在经济增长中发挥更大作用；必须进行生产组织方式创新和工艺创新，以提高资源要素的利用效率；必须进行体制机制创新，以提高资源配置效率。当然，最重要的是要进行科技创新，科技创新是一切创新的基础。诚如美国数学物理学家弗里曼·戴森所言，“技术是上帝的礼物，除了生命之外，它可能是上帝赐予人类最大的礼物，它是文明、艺术和科学之母”。

创新是一项复杂的系统工程。推进创新，要谋划好创新的方向，明确创新的关键领域，统筹利用各种创新资源，创造良好的创新生态环境。我们要紧密围绕形成新的经济增长动力的需要，适应新常态下内外发展环境和条件的变化，把握全球科技进步的总趋势，调动一切创新资源，推动中国由创新资源大国变成创新能力强国，使创新真正成为引领和推动转型发展的强大引擎。

第一，要着力推动科技创新。世界知识产权组织发布的《2014世界知识产权指数》报告显示，2013年，中国专利申请量已占全球总量的32.1%，超过美国和日本，总量接近于美日两国的总和。从专利申请总量来看，中国已成为当之无愧的创新大国。不无遗憾的是，我国的创新层次还比较低，在被授权的专利中，发明专利不足1/6，外观设计超过30%。同年，日本的发明专利授权量占总量的比重超过3/4，外观设计所占比重不到14%。这充分说明，未来我们应在科技创新方面下更大的功夫。作为后起现代化国家，在传统技术领域，我国有学习借鉴发达国家经验的后发优势，但也有只能在“边缘地带”创新的后发劣势。在新的技术领域，如增材制造、数字机器人、分布式能源、智能电网、物联网、新材料等领域，我国与发达国家大体上站在同一起跑线上，有机会走在创新的前列，甚至走在创新的最前沿。应统筹配置创新资源，以在这些新技术领域实现创新的重大突破。

第二，要着力推动生产组织方式创新。生产组织方式的调整和优化会对经济社会发展产生重要推动作用。生产组织方式的调整，有利于在既有的技术条件下降低生产成本、提高生产效率。如福特流水线的建立就显著降低了汽车生产成本，提高了汽车生产效率。在福特新的生产线上，汽车底盘的装配时间仅需要1.5小时，比原来少用11小时，效率提高近10倍。创新成果的应用，也有赖于生产组织方式的创新。如大家所热议的物联网技术，只有与生产组织方式的变革结合起来，才能实现其最大的经济和社会效应。市场需求的变化，也会对生产组织方式的变革提出要求。居民收入水平提高带来的个性化需求的增长，对定制化、分

散化生产的需要也会增多。中国是人口大国，即使在消费市场需求日益分化的背景下，特定人群的消费总规模依然很大。对中国而言，生产组织方式的调整需要把握两个方向：一是应用新技术革命的成果，优化大规模、集中式生产组织流程；二是适应市场需求多元化的趋势，发展小型化、个性化生产。

第三，要着力推动商业模式创新。商业活动是社会再生产不可或缺的重要环节，商业领域的创新不仅仅影响商业本身的发展，也会对处在其前端的消费领域和后端的生产领域产生重要影响。商业模式的创新，有助于扩大既有市场，创造新的需求；有助于降低生产成本，引导生产更好地适应消费。新一轮技术革命的成果，特别是互联网和物联网技术的发展，业已并将继续为商业模式创新开辟广阔的空间。阿里巴巴就是在这样的空间中迅速成长起来的世界知名企业。我国有悠久的商业文化传统，民间蕴藏着创新商业模式的智慧。推进商业模式创新，最重要的是要创造一个宽松的、有利于创新的环境，但是也要引导和规范商业模式的创新。要营造公平的竞争环境，强化诚信体系建设，加强知识产权保护，提高监管系统的适时应对能力，坚决杜绝以商业模式创新之名扰乱市场竞争秩序，切实保证商业模式创新走在健康的轨道上。

第四，要统筹利用国内外创新资源。新一轮技术革命的艰巨性、复杂性以及对人类社会发展的影响力都远远超过历次技术革命。任何一个国家，无论是小国还是大国，无论是发展中国家还是发达国家，都很难独立担负起新技术革命的重任。经过多年的积累，我国已有较为丰富的创新资源。尽管如此，我们也不能闭门造车，关起门来搞创新，而要以更为开阔的胸怀，虚心学习其他国家的创新经验，广泛借鉴其他国家的创新成果，更大程度、更大范围地扩大合作创新的内涵和形式，充分利用全球的创新资源。当然，在创新过程中，也要注重提高自主创新能力。如果这种能力不能得到提高，我们就很难参与到全球创新的过程之中，也很难分享更多的创新成果收益。我记得，美国著名物理学家亨利·罗兰早在19世纪末曾说过，“难道我们总是匍匐在尘土中去捡富人餐桌

上掉下来的面包屑，并因为我们有更多的面包屑而认为自己比他更富裕吗？但我们忘记了这样的事实：他拥有面包，这是所有面包屑的来源”。这段话深刻地启示我们，要在未来的竞争中赢得主动、赢得胜利，必须提高自主创新能力，拥有世界级的创新成果。

第五，要加快构建良好的创新生态环境。正像树木生长离不开阳光雨露一样，创新也需要适宜的生态环境。创新生态环境是由不同要素构成的，其中政府、大学、研发机构和企业是四大主体，它们在创新生态环境中的作用和重要性尽管不同，但都是不可替代的。政府的作用不仅在于为创新提供政策支持和体制保障，还要在前沿技术、共性技术等领域，发挥创新的引导乃至主导作用。大学的作用重在基础研究和人才培养。研发机构的作用重在为基础科学探索和开辟应用的途径。企业作为创新主体，重在把研发成果产品化、产业化。构建良好的创新生态环境，首先要正确处理好政府、大学、研发机构和企业四者之间的关系。其次要完善国家创新政策体系，把国家有限的政策资源和资金资源，集中用到决定中国长远发展前景的战略性科技创新领域。最重要的是要按照党的十八届三中全会的部署，“充分发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府的作用”，加快推进各领域特别是科技创新领域的改革，建立健全创新所需的体制机制，激发全社会的创新活力和潜力，贯通基础理论研究、应用技术研发、研发成果产业化、创新价值实现之间的链条，让创新成为生产力发展的第一推动力。

历史经验特别是工业革命以来的经验表明，随着技术的进步、内部条件和外部环境的变化，一国的发展总会从一种常态转换到另外一种常态。新的常态是过去发展的产物，又是未来发展的条件，影响着未来的发展。但未来发展并不完全决定于这种新的常态，它还决定于人们的战略和政策抉择。做出正确的战略和政策抉择，需要我们以习近平总书记关于中国经济进入新常态这一重大思想为指导，集中社会各方面的智慧和力量，开展广泛而深入的研究。作为直接为党中央国务院服务的政策研究机构，国务院发展研究中心愿意与大家一道，共同探讨应对经济新

常态之策，为把中国经济发展推向更高阶段做出自己应有的贡献。

未来5年中国经济的四大支点

北京大学国家发展研究院教授
周其仁

国内创业投资开始兴起于2008年，这一年发生了什么事呢？中国经济开始下行。这是一个很重要的思维方式：两件事放在一起，它们有没有因果关系，哪一个是因，哪一个是果，需要具体分析。

从“经济下行”讲起

2008年以后，中国经济为什么下来？概括地讲原因就是，原先的增长方式很难维持下去了。首先是速度。一个大国，多年来连续保持平均14%的增长，这是“二战”之后世界范围内极其少见的，主要原因是什么？是因为高度依赖全球化。

不要把账都记在自己头上，说中国人艰苦奋斗、肯干，所以增长速度才会这么快。改革开放之前，我们也艰苦奋斗，也肯干，怎么没有富起来呢？这是因为，你的付出没有在全球范围获得评价。

长期封闭之后的开放，释放出了巨大的潜能：我们的劳动和产品，可以在全球范围内流通，这个不得了。

最早邓小平搞改革开放的时候，还没想到中国的产品可以出去，当时是缺钱，上个大项目全国人民要勒紧裤腰带，开放的最大需求是引进外国资本和先进技术。20世纪70年代后期，谷牧（时任国务院副总理）

带团访问欧洲，德国总理到机场送行的时候就带着协议，50亿、100亿美元的项目都有，“你们想要，马上就可以签”。

这个情况让高层非常振奋，所以邓小平说，胆子要大一点，把门开大一点，多借一点外国资本。但是谁也没想到，他们的资本、技术一过来，和中国的资源，特别是劳动力资源结合起来了。不管生产什么产品，以前我不会就算了，一旦我学会了，就非常有竞争力。

国际市场一打开，发达国家的购买力和需求都是现成的。他们的生产成本又高，发现中国人的便宜，那就买吧，这是中国经济多年来高速增长的真正秘密。不是中国人以前不辛苦，后来变得辛苦了，而是同样辛苦，评价的尺度变了。

特别是1997年中国签订加入WTO（世界贸易组织）的协议，5年后正式加入，贸易壁垒大幅度打掉，中国国内改革之前又持续了一二十年，民营企业起来了，一部分国有企业先行改革了，体制和机制都已经有了变化。两者一结合，经济一下子飞起来了，这是双方之前都没有想过的。

中国成了世界工厂，甚至是世界车间。美国人的传统制造业有了替代品，贸易出现大幅逆差，尽管经济增长速度不差，但是美国的就业状况越来越不好，为什么？我们这边是高速工业化，节节往上走，逼着美国人在IT（信息技术）方面不断创新。但是，创新主要是资本和技术，知识阶层获益了，普通工人却没占到便宜。

发达国家的资本可以出来，可是工人出不来。他们的工资水平也是刚性的，涨可以，随便降是不行的。这样，麻烦就开始了，社会一般阶层收入增长不多、失业率提高，反映在政治上，那就是大问题。

美国两党，哪一个上台都要增加社会福利和保障，让国外资本的投资所得分出一部分来给普通人享受。次贷就是这么出现的，2007年美国

金融危机，是引发发达国家经济衰退的起点。

美国的穷人买不起房子，商业贷款评估信用后，也不给他们贷款，于是，政府成立两房（房利美、房地美）帮他们买，贷给他们首付。商业贷款一看政府担保了，就跟着配发贷款，再把这些债务打包做成金融产品，上市流通。

穷人很高兴，搬进新家，但是就业岗位没增加，收入没增长，进去也是付不了租金、物业税等，只好把房子退回来，退得多了，银行就要拍卖回款，房价也就跟着下来了。这可是基准资产价格，它一下跌，跟它有关的金融产品就都陷入了被动。

就是这个"次贷"，规模大概100亿美元，居然后来会烧这么大一个泡（金融危机）。华尔街一出事，发达国家都跟着出事。当时我们可没想到华尔街出事，以前我们都是跟它学，金融、投行、基金、保险……全是跟它学，老师一出事，学生心里却挺高兴的。

没开心两天，火就烧过来了。美国的金融带动消费，金融下去了，消费也跟着下去，买不了中国那么多东西，我国的出口就下去了。这时候正好是2008年，当时的4万亿元刺激计划，就是在这个背景下推出来的，也就是国内创业投资开始兴起之时。

2000年之前，我们的出口总量相当于GDP的30%多。这个数字在全世界的大国里，独此一份。也就是说，我们的"高速增长"这架马车，高度依赖"出口"这匹马，全球市场需求一收缩，首当其冲就是这匹马。

除了出口这匹马，另外一匹就是投资。这一匹马历来也很猛，但是质量不高。以前我们没钱的时候倒还好办，哪里没路走了，就修条路，哪里没房子住了，就建几栋房子，尽管困难、紧张，但绝对是修不错的。

后来，我们有钱了，开始主动规划，政府的权力又很大，可以从农民手里征地。

一只手拿地，另一只手又可以在市场上“招拍挂”出售。干部又是5年一个任期，上来就要政绩，那就投吧，结果就是城市遍地开花，畸形发展，路修好了没人走，房子建好了没人住，引发一系列问题，资源浪费严重，社会矛盾突出，自然环境破坏严重。雾霾可不是外国输入的，是我们自己搞出来的，环保可能是现在社会最棘手的问题。

2008年以来的经济低迷，就是这么来的。

过去的事说完了。未来怎么样？谁也没法准确预测。但是，看经济，心态很重要。邓小平当年听汇报的时候，要是汇报人说得特别好，他就会说：“没那么好吧？”要是说得特别差，他就会说：“没那么差吧？”

如果让我预测未来5年、10年的经济情况，我也没法预测，但是，有四个已经形成的支点，还是靠得住的。

第一个支点：国内市场体系和理念的兴起

向未来看，中国经济靠得住的一条是：国家不包农民、不包民营企业，大家都得去市场上拼。

现在好多人大富大贵，但是查20年前，家底都是一样的，都是无产阶级。一部分人、一些企业、一些地区先富起来，很多人尝到了甜头，前面有榜样，后边的人就挡不住了，这种带动力量极其关键。

而且，80后、90后这一代人起来了，他们中很多人家庭条件不错，不像父辈当年一样，毕业马上要找工作，养家糊口。现在的年轻人家境

不错，就可以任性一下，不上班，去创业了。

社会有这个氛围，再加上前面有榜样，就是未来5~10年靠得住的力量。我看马云最大的贡献，不一定是淘宝网，而是让年轻人知道，只要敢做梦就行，万一实现了呢？

第二个支点：国际市场特别是新兴市场，还靠得住

我们从全球化中成长起来，学了不少本事，现在也可以用了。金融危机之后，新兴市场板块兴起、购买力增强，这是现实，但是生意不好做，为什么呢？

以前，我们对外贸易的主要对象是发达国家，它们的生意好做，为什么？它们出价高，基础设施、商业服务都很发达。我们就是个车间，东西只要按订单生产出来，港口发货就行了，只受累不操心，后续的都是它们安排。

现在，要面对新兴市场，它们就不行了：基础设施和商业服务都跟不上，甚至钱也不够。咱们现在主要是用“对外投资”带动“对外贸易”，跟发达国家当年对我们做的差不多。

它们没钱就借给它们钱，基础设施不行我们就帮它们建设。这些年我们的建设、制造能力起来了，兵强马壮，矿山、港口、电力、铁路等都能造。我们向西发展，哪个国家的资源好，就用它们的土地、劳工，加上中国的制造设备，做通了再卖中国货，这个市场大有可为。

第三个支点：国内投资和内需，还靠得住

以前，我们投资效率不高，是在空间分配上出了问题。发达国家的

经济空间分布的特点是，大量人口和经济活动都分布在国土面积上较小的地方，形成都市圈、大城市区。

拿这个标准去看中国，投资和布局还带有很强的农业特点——地区分割，生产效率低下。进一步改革之后，人口和经济活动的继续集聚挡也挡不住，这是有重大意义的。人口集聚就会产生社会分工，社会分工是生产力的源泉，一类人专门做一件事，互相提供产品和服务，经济就发展起来了，这是经济学。

举个例子。村里有卖早点的吗？有人专门剪指甲吗？没有。但是，村里人不吃早饭、不剪指甲吗？规模太小，分工分不了。但是，到了北京、上海这样的大都市，早饭是巨大的产业，甚至用手机下单就有人专门给你送。

服务业要想像发达国家一样，比例占到百分之七八十，我们的经济空间和人口还是要集聚，要集聚还需要投资，但这不是放宽土地、财政政策就行了，最大的课题是：我们要学会管理“高密度的社会经济体”。

第四个支点：持续创新的能力，是靠得住的

知识这个东西很奇怪，生产的成本和学习的成本是不一样的，爱因斯坦、牛顿的知识是怎么生产的？是哪个大学里培养出来的吗？完全不是！但是，一旦他们的原创知识生产出来，只要有一个有效的教育体系，就会很快被人学会。

中国在原创知识生产方面确实还有很长的路要走。但是，我们多年穷国办大教育，包括应试教育，培养了大量高效劳动力，能写会算、有抽象思维和想象能力。此外，我们的工程师也很多。两者一结合，我们的集成创新（不是原始创新）能力是非常靠得住的，不但能设计，而且劳动力高效。

没出路，才会找出路

经济和人一样，不是只往上走，不往下走，也有春夏秋冬。收缩，不一定是坏的。经济下行会带来很多痛苦，但是，经济危机也有它的正面功能：可以激发积极力量的成长。

如果一直顺风顺水，旧常态还能继续下去，新常态就出不来。按照这个观点，经济下行和2008年国内创投兴起，谁是因谁是果，就比较清楚了，经济下行是创新、创业兴起的因。商业跟军队一样，没出路才会找出路，这是必要条件。

什么叫创新，毁灭性的创造？就是一个新的东西出来，很多旧东西就没有用了，作废了。创新是无情的。

舞台已经准备好了，而且还不小，至于中国能在这个舞台上演多大的戏，不是靠预测，而是靠行动，靠舞台上的这些“角儿”。

探寻新常态下经济增长新动力

中国银行国际金融研究所常务副所长

陈卫东 等[注]

在“三期叠加”大背景下，2014年中国经济继续放缓。但总体来看，中国经济依然运行在合理区间，同时出现了一些积极的趋势性变化，以服务业为主体的第三产业快速增长、比重提高，电子商务、移动互联等新型业态加快发展，就业和节能降耗等指标好于预期。

展望2015年，外部环境稳中趋好、改革红利进一步释放、新的增长点蓄势待发，中国经济仍将平稳增长。但增长动力切换、去产能压力较大、房地产市场调整和债务率高企等因素也在制约增长。预计2015年GDP增长7.2%左右，CPI（消费价格指数）增长2.4%左右，全年经济运行依然呈现“低增长+低通胀”格局。结构将进一步优化，效率将进一步提高，发展的可持续性将进一步增强。

2014年经济形势回顾与2015年展望

动力切换增长平稳，物价继续低水平运行

1. 经济增长缓中向好，2015年GDP增长7.2%左右。

2014年，在“三期叠加”的大背景下，受需求减弱、产能过剩和房地产市场调整等因素的影响，中国经济继续放缓，全年GDP增长7.4%左右，明显低于改革开放36年来9.9%的年均增速，也是1990年以来的最低

增速。

第一，增长缘何在放缓？近年来中国经济增速下台阶，根源在于发展所面临的外部环境和内部条件正在发生重大变化。从全球来看，世界经济艰难复苏，再平衡之路曲折漫长，全球市场扩张速度明显放缓，中国经济发展的外部环境日渐趋紧。从国内来看，要素成本上升，资源环境压力增大，比较优势衰减，产能过剩突出，杠杆率高企，企业赢利能力下降，经济金融风险不断集聚和增大。从国际经验看，当一个经济体人均GDP处在4 000~12 500美元时，经济增速往往会显著放缓，陷入所谓的“中等收入陷阱”。而2014年中国人均GDP突破7 000美元，正处在跨越陷阱、爬坡过坎的关键时期。当前中国经济的减速和换挡，既有需求放缓和政策调整等方面的原因，更是结构性和长期性因素作用的结果。

第二，结构是否在优化？2014年经济运行的亮点，除了就业改善而外，另一个突出亮点是结构明显优化，经济增长的可持续性和均衡性不断改善。一是消费对经济增长的贡献率显著提高。前三季度，最终消费对经济增长的贡献率为48.5%，比2013年同期提高了2.6个百分点，而资本形成的贡献率为41.3%，同比下降了14.5个百分点。二是第三产业增长加快、比重提高，对经济增长和就业的支撑力明显增强。前三季度，第三产业增长7.9%，高于同期GDP增速0.5个百分点，也高于同期第二产业增加值增速0.5个百分点。三是新兴产业、新型业态发展迅速，重大技术装备、互联网、机器人、电子商务和节能环保等行业高速增长。这些事实表明，中国经济正在从依赖出口的制造业和国内基础设施建设，转向依赖消费和创新增长，以增长适度、结构优化和质量提升为主要特征的经济新常态正在构建。

展望2015年，世界经济整体仍处于危机后的修复盘整阶段，增长动力依然较弱，各主要经济体经济表现继续不同步，货币政策进一步分化，全球经济面临更大的不确定性。中国经济正在进入一个增长动力切换和发展方式转变的新常态，多种风险、挑战和机遇并存。受产能过

剩、高杠杆率和新增长点尚在孕育等因素的影响，2015年中国经济增长将继续小幅放缓，GDP增长在7.2%左右。政府可能会将2015年GDP增长目标确定为7%左右。与此同时，第三产业占GDP的比重将达到48%左右，对稳定增长和增加就业的支撑作用将进一步提高；消费对增长的贡献率将达到50%左右，比2014年提高1个百分点，消费热点轮动延续。中西部地区依然是区域增长的主动力，特别是在“一带一路”、京津冀一体化等战略指引下，相关省区市面临较好的发展机遇。以新能源革命、新一代移动互联、机器人和大数据等为代表的新一轮科技革命初现端倪，低成本化、智能化和信息化将成为未来经济发展的新趋势。

需要指出的是，由于经济增长新动力正在孕育，改革红利逐步释放，这些都在为中国经济进入新一轮景气周期积蓄力量。2015年很可能是中国本轮经济下行的阶段性低点或谷底。

2. 通胀压力不大，CPI上涨2.4%左右。

2014年，物价运行主要呈三个特点。一是物价涨幅较低。前10个月CPI累计上涨2.1%，比2013年同期降低0.5个百分点，涨幅为2009年以来同期最低。二是全年呈不规则“倒U”形（即中间高、两头低）。这与2014年CPI上涨的翘尾因素变化有关，2014年四个季度，翘尾因素分别为1.06、1.51、1.0和0.17。三是PPI连续32个月负增长。前10个月PPI累计下降1.7%，且环比涨幅连续10个月为负。PPI负增长，主要是生产资料价格下降所致，生活资料价格为零增长。生产资料方面，采掘工业（–5.4%）、原材料工业（–2.5%）和加工工业（–1.7%）价格均出现了下跌。生活资料方面，除了耐用消费品下降0.9%外，食品、服装和一般日用品价格均呈上涨趋势。2014年以来，不论是CPI涨幅走低，还是PPI负增长，都与经济下行、总需求放缓、产能过剩等因素密切相关。

展望2015年，物价将继续在低水平运行。一是经济增长进一步放缓。总供求减弱拉低物价涨幅。二是食品和居住价格涨幅不会很大。这两大类消费品在CPI篮子中的权重在50%左右，是影响物价走势最为重

要的因素。三是在全球经济低速增长、美国能源革命等因素影响下，原油等国际大宗商品价格将继续保持低水平。预计2015年国际原油价格将在80~90美元。四是货币信贷环境总体稳定。五是产能过剩问题依然突出，PPI短期“转正”比较困难。但公用事业产品价格改革、人口结构变化导致部分服务业价格上涨等，会对CPI产生一定的上涨压力。

初步预计，2015年全年CPI上涨2.4%左右，比2014年提高0.4个百分点；PPI下降0.5%，降幅比2014年收窄1.3个百分点。

需求结构进一步优化，消费贡献进一步提高

1. 基建保持较快增长，仍为稳投资主力。

2014年，投资动力趋于衰减，增长逐步放慢。前10个月，固定资产投资累计同比增长15.9%，增速比上年同期回落4.2个百分点，创2001年以来同期最低。投资增速下滑主要源自两方面原因：一是房地产开发投资增长比上年同期回落6.8个百分点；二是制造业投资增长比上年同期回落5.6个百分点。基础设施投资增速虽然有小幅回落，但总体保持较快增长，增速在20%以上。

展望2015年，房地产开发投资有望低位企稳，这主要得益于2014年下半年房地产调控政策的调整，各地相继放开限购限贷，中央进一步提出稳定住房消费，而近期商品房销售面积已有所回暖。制造业投资可能继续下滑，这是因为部分行业产能过剩问题仍未化解，去库存和去产能压力较大，同时银行放贷更加谨慎，而且无风险利率偏高，风险溢价趋于上升。以保障房、铁路、公路、水利等为主的基建投资有望保持较快增长，继续成为稳定投资的主力。预计2015年固定资产投资增长15%左右，比2014年回落1个百分点左右。

2. 消费增长保持平稳，增速难有明显回升。

2014年，消费总体保持平稳增长。前10个月，社会消费品零售总额累计同比增长12%，增速比上年同期回落1个百分点，扣除价格因素总体保持平稳。消费增长小幅放缓，主要是因为粮油食品饮料烟酒、汽车、石油及其制品以及家用电器和音像器材等增长均放慢。通信器材、家具建材等则增长较快，遏制了消费更大幅度下滑。

2014年前9个月，城镇居民人均可支配收入、农村居民人均现金收入累计增长6.9%和9.7%，增速均比上年同期提高0.1个百分点。消费者对未来收入和消费前景较为乐观，也是消费稳定增长的有力支撑。2014年9月，消费者信心指数为105.4，连续10个月高于100，为半年来的高点。政策方面，中央明确提出增加居民收入、健全社保体系、改善消费环境等，让城乡居民能消费、敢消费、愿消费；10月底，国务院常务会议专题讨论并出台了扩大消费的六大举措。预计2015年社会消费品零售总额增长11.5%左右。

3. 外贸增长有望回升，顺差规模继续扩大。

2014年，出口增长逐步加快，一、二、三季度增速分别为–3.5%、5%和13%；进口增长缓慢减速，一、二、三季度增速分别为1.6%、1.5%和1.2%。出口加速主要得益于美欧经济复苏以及国内稳外贸措施的出台和落实，而进口增长放慢则是由于中国经济下行、需求减弱。由于出口好转、进口低迷，贸易顺差不断扩大，由一季度的171亿美元增至二季度的864亿美元，三季度进一步增加至1 281亿美元，创下历史新高。由于贸易顺差不断增大，净出口对经济增长贡献率也不断提高，2014年三季度当季，净出口对经济增长的贡献率由负转正，与最终消费一起成为拉动经济增长的“双引擎”。

展望2015年，美国经济有望继续较强复苏，欧元区继续实行宽松的货币政策，对中国出口商品的需求将保持一定增长。随着中韩自贸区成立、中国——东盟打造自贸区升级版以及“一带一路”战略的实质性推进，中国对韩国、东盟、印度和俄罗斯等国的出口也将保持较快增长。

同时，中央提出加强进口的政策措施，鼓励进口先进技术设备和关键零部件等，提高贸易便利化水平。预计2015年出口增长8%左右，比2014年提高2个百分点左右；进口增长5%左右，比2014年提高2个百分点左右；贸易顺差3 900多亿美元，比2014年扩大600多亿美元。

工业生产明显放缓，未来仍将有所回落

受需求疲弱、产能过剩和成本上升等因素影响，2014年工业生产有所放缓。前10个月，工业增加值累计增长8.4%，较2013年同期回落1.3个百分点，41个行业中有32个行业的工业增加值累计同比增速下降，预计全年工业增加值同比回落至8.5%左右；前三季度工业拉动GDP增长2.7个百分点，对GDP增长的贡献率为37.4%，处于历史次低水平，仅高于2009年。

具体分析，2014年工业经济运行呈现以下特点。

1. 企业成本高企，赢利压力较大。

工业企业财务费用和利息支出占工业增加值的比重不断上升，每百元主营业务收入中的成本持续增加，企业的资金成本和经营成本处于历史较高水平。在需求放缓、产能过剩、成本高企的背景下，企业的收入和利润增速保持低位，1~9月，36个行业的主营业务收入增速下降，33个行业（包括所有采矿业和绝大部分轻重工业）的利润增速大幅下降，8月的工业利润增速甚至出现负增长。主营业务利润率也较2013年有所下降。

2. 大多数行业处于被动补库存阶段。

2014年，工业增加值同比持续下降，但库存累计同比大幅上升，工业整体处于被动补库存阶段。分行业看，1~9月，石油和天然气开采业、烟草制品业、纺织服装业、家具制造业、通用设备制造业、专用设

备制造业、铁路等运输设备制造业、计算机通信电子设备制造业、燃气生产和供应业、其他制造业等10个行业处于工业增加值上升、库存上升的主动补库存阶段，有色金属矿采选业、酒等制造业、文教等制造业、化学纤维制造业等4个行业处于工业增加值下降、库存下降的主动去库存阶段，废弃资源综合利用业、水的生产和供应业等两个行业处于工业增加值上升、库存下降的被动去库存阶段，其他25个行业（包括绝大部分采矿业和重工业行业）工业增加值下降、库存上升，显示大多数工业行业处于被动补库存阶段。

3. 产能过剩行业产能利用率有所提高，但去产能仍面临挑战。

受需求放缓、产能过剩等因素影响，钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃等产品产量较2013年同期均有所下降，尤其是钢铁、水泥和平板玻璃，下降幅度较大。相关行业的工业增加值、收入及主营活动利润率同比均有下降。自2012年以来，在政府加大化解产能过剩政策的作用下，相关行业的固定资产投资大幅降低，淘汰落后产能目标如期完成，钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃的产能利用率有所提高。但是，考虑到多数产业仍处于被动补库存阶段，过剩产能仍在集聚，去产能仍面临较大挑战。

展望2015年，促进工业生产增长的因素包括：一是全球经济尤其是美国经济逐步好转，同时随着区域经济一体化的推进，亚太、亚欧等周边国家互联互通规划的落实，中国与周边国家的经济金融合作逐步深入，出口增加，特别是基础设施、电信及装备制造业等领域的增长，有助于拉动工业生产；二是国内城市基础设施、中西部铁路、棚户区改造等投资增加，拉动相关工业生产。

但与此同时，制约工业生产增长的因素包括：宏观经济下行压力较大，国内需求放缓；产能过剩行业产能利用率仍较低，在新常态下将持续调整；企业面临的劳动力、土地、环境、资金等成本处于持续上涨阶段，企业效益下滑；工业企业投资明显回落，这意味着工业企业未来潜

在生产能力下降。综合以上分析，预计2015年工业增加值增长8.3%左右。

房地产市场

1. 房地产投资创历史最大跌幅。

受投资信心不足、销售放缓和融资环境偏紧等因素影响，房地产投资继续下行。2014年1~10月，累计房地产投资为7.7万亿元，同比增长12.4%，增速比2013年同期降低6.8个百分点。预计2014年全年房地产投资将同比增长12%，为1998年住房制度改革以来最低值。2015年，随着新开工面积的持续增加、资金来源可得性提高、供需双方信心增强，房地产投资有望触底回升。

2. 房地产销售持续下降，但降幅收窄。

2014年1~10月，全国商品房销售面积8.8亿平方米，下降7.8%，而2013年同期是增长21.8%。尽管房地产销售持续为负，但从四季度开始，销售市场出现改善。1~10月，房地产销售降幅比前三季度收窄0.8个百分点。

房地产价格持续下滑，但降幅收窄。10月，百城住宅价格环比下降0.4%，连续6个月下降，但是降幅比前三季度收窄了0.52个百分点。一线城市收窄幅度最为明显，环比下跌0.07%，相比前三季度收窄了0.81个百分点。同时，房价下跌城市数目有所减少。10月，百城住宅环比下降城市数为73个，相比前三季度减少6个。

3. 房地产开发资金来源增长创历史最低，但近期有所改善。

1~10月，房地产企业到位资金仅增长3.1%，比2013年同期低24.1个百分点。房地产开发资金来源的不足，既与房地产商投资信心不足有关，也与销售低迷、资金回笼较慢和整个融资环境偏紧有关。但值得注

意的是，从四季度开始，这一指标已有改善。10月，房地产企业开发资金来源相比前三个季度加快了0.8个百分点。

4. 土地购置等部分先行指标持续改善。

四季度以来，在各地放松限贷限购、加大购房税收支持以及房地产信贷可得性增强背景下，房地产企业的投资信心有所恢复，土地购置、新开工、施工面积等先行指标明显改善。1~10月，土地购置面积累计同比增长1.2%，结束连续7个月的负增长；新开工面积累计下降5.5%，降幅比前三季度收窄3.8个百分点；在建面积增长12.3%，增速比前三季度提高0.8个百分点。

5. 房地产调控加强“逆周期”管理，调控手段市场化回归。

随着房地产市场进入全面调整，2014年下半年，有关部门和地方对房地产调控政策进行了调整。第一，及时取消限贷限购等行政性手段。目前，只有北京、上海等个别一线城市还有限购规定。第二，加大对居民购房等领域的信贷支持。央行等政府机构先后在2014年5月和9月出台了加快住房贷款审批程序、放宽首套房认定标准、降低房贷利率等支持措施。第三，降低购房环节的税收，加大住房补贴。这些政策的出台对于住房需求的平稳释放、稳定房地产市场起到了积极作用。

展望2015年，随着各地进一步放松限购政策以及加强对个人住房抵押贷款的支持，部分大城市的房地产市场或将率先回暖，并带动整个房地产市场触底回升。但是，考虑到此轮房地产市场调整更多的是由于宏观经济增速换挡、房地产市场供求结构改变、人口老龄化上升等基础性因素引发，这就决定了此轮房地产市场调整还将持续。整体判断，2015年全国房地产市场将触底回升，但力度较弱。

一是房地产投资总体稳定，略有下滑。预计2015年房地产投资同比增长10%左右。二是房地产销售降中趋稳。随着各地救市措施的进一步

发酵、房贷可得性的增强，房地产销售将降中趋稳，销售量同比增速有望在下半年转正。三是房地产价格从趋同转向再分化。受三、四线城市库存积压过大影响，这些地区房地产价格的调整还将持续；而部分供不应求地区，如北、上、广、深等一线城市，在销售量回升背景下或将率先出现房价小幅反弹；大部分地区房地产价格或将继续在目前水平盘整。

2014年金融形势回顾与2015年展望

2014年，金融市场运行总体平稳，货币供应量、人民币信贷适度增长，社会融资总量增长放缓，表外融资萎缩，股票市场回暖，人民币汇率双向波动明显。预计2015年，M2（广义货币）和人民币贷款将保持平稳增长，直接融资比例有望继续提高，市场流动性适度宽松，资本市场持续复苏，人民币汇率的波动或将加剧。

货币与信贷：总体运行良好，增长平稳

1. 货币增速有所回落，但仍在预期目标之内。

2014年10月末，M2余额119.92万亿元,同比增长12.6%，增速比上年末低1个百分点；M1（狭义货币）余额32.96万亿元,同比增长3.2%，增速比上年末低6.1个百分点。M2增速出现一定的回落，主要与经济结构调整以及监管措施加强有关。M1增速是近几年同期最低的，反映出当前企业经营活力较弱，不愿持有较多活期存款。

随着经济增速放缓，通胀保持低水平，货币供给趋于下降，预计2015年M2增速在12.5%左右。

2. 信贷增速总体平稳，中长期贷款保持增速增长。

2014年前10个月，金融机构新增人民币贷款8.23万亿元，同比增长5.8%。其中，10月份人民币各项贷款新增5 483亿元，同比多增423亿元。分部门看，10月份除票据融资外，其他各项贷款投放量均有不同程度的下滑。10月份居民短期和长期贷款同比分别减少124亿元和340亿元，二者都延续了2014年以来同比增长持续下滑的态势，显示出消费和购房需求仍较为疲软。10月份企业短期贷款仅新增179亿元，同比少增1 969亿元，已经连续6个月同比下降，反映出企业经营活力不足，而中长期贷款同比增加792亿元，保持了2014年以来同比增长的态势，表明定向宽松货币政策对中长期融资形成了一定支持。

2015年，随着经济增长目标下调和结构调整的延续，预计新增人民币贷款在9万亿元左右。

3. 社会融资总量增长放缓，表外业务出现萎缩。

2014年1~10月，社会融资总量累计增加13.5万亿元，同比减少8.94%。从社会融资规模构成看，2014年以来表外业务出现萎缩。委托贷款、信托贷款、未贴现的银行承兑汇票均比2013年同期出现下降，分别减少786亿元、12 900亿元和7 241亿元，共计减少20 927亿元，1~10月表外融资的总规模为21 410亿元。表外融资规模下降既和融资大环境较为疲软有关，也与治理影子银行、加强同业监管等有关。随着表外融资规模的下降，其在社会融资总额中的比重下降至15.75%，较2013年下降了14个百分点。相比而言，2014年以来表内融资占比上升，在社会融资总额中的比重为60.6%，较2013年末上涨了9个百分点。

2015年，在监管环境趋紧和企业融资需求放缓的背景下，表外融资不会大幅增长，社会融资总量保持稳定增长，预计全年增长18万亿元左右。

金融市场：货币市场整体稳定，股票市场仍有上行动力

1. 货币市场总体稳定，流动性适度偏松。

2014年以来，货币市场整体稳定，市场利率有所回落。一方面，货币市场交易量明显回升。10月份，银行间人民币市场以拆借、现券和债券回购方式合计成交29.18万亿元，日均成交1.54万亿元，分别比1月份增长78.7%和107.4%；另一方面，市场利率水平总体回落。10月末，隔夜SHIBOR（上海银行间同业拆借利率）和1周SHIBOR分别为2.56%和3.2%，比年初分别下降57和178个基点。同时，央行分别于7月、9月和10月下调14天正回购利率，目前该利率水平为3.4%，较年初下降40个基点。

2015年，预计社会流动性总体将适度偏松。央行会根据经济金融形势和金融创新等情况，通过公开市场操作、再贷款、再贴现、SLO（短期流动性调节工具）、SLF（常设借贷便利）、MLF（中期借贷便利）和PSL（抵押补充贷款）等政策工具适时补充流动性，预计SHIBOR水平将稳中趋降。

2. 沪港通助力资本市场开放，股票市场仍有上行动力。

2014年以来，股票市场进入了上升通道。11月24日，上证综指收于2 533点，较年初的2 109点上涨了20.1%。同时，沪、深股市成交量大幅增长，尤其是三季度表现抢眼，当季日均成交2 933亿元，较一季度的2 102亿元增长39.5%。股市全面回暖，与外部资金流入、流动性适度宽松以及沪港通利好等诸多因素有关。

2015年，政府改革创新力度不断加大，多层次资本市场加快推进等政策利好都将成为股票市场上行的动力。然而，全球经济增长动力较弱、地缘政治风险加剧、国内经济下行压力仍存等因素也使资本市场面临不确定性。跨境资本流动加剧，或将加大股票市场的波动。

3. 人民币汇率或小幅升值，双向波动更加明显。

截至2014年10月末，人民币兑美元中间价报6.1461，较年初小幅贬值0.77%。总体来看，2014年以来人民币兑美元汇率主要经历了两个阶段：其一，从年初到5月份，人民币兑美元汇率连续贬值，贬值幅度为1.16%；其二，6月份开始，人民币兑美元汇率的双向浮动特征明显增强，整体呈上涨态势。10月末，人民币兑美元汇率中间价较5月末小幅升值0.38%。

展望2015年，预计人民币兑美元汇率小幅升值，双向波动更加明显。当前，中国经济增速在世界范围仍然处于较高水平，贸易顺差有望扩大，对全球资本仍具有吸引力，这些因素将助推人民币汇率小幅升值。同时，中国金融改革加快推进、人民币国际化加快等也将支持人民币汇率走强。另一方面，人民币兑美元的双向波动特征将更加明显。第一，中国的经常账户盈余与GDP之比从2007年的10%峰值已经降至2013年的2.1%。随着经常项目收支趋向平衡，人民币汇率已基本接近均衡水平，不太可能持续升值或贬值。第二，从2014年3月17日起，人民币兑美元交易价浮动幅度从1%扩大至2%，未来人民币兑美元汇率波幅有望进一步扩大。第三，美联储于10月底宣布正式退出QE（量化宽松），或将于2015年启动加息，中国央行于11月21日宣布降息，随着中美利差收窄，国际资本双向波动将成为常态。

中国银行人民币国际化指数

中国银行最新发布的2014年9月CRI（跨境人民币指数）为243点。2014年，CRI走势大体呈以下特点：一是整体呈现稳步上升走势，一季度到达最高点后缓慢回调，7、8两个月回落明显，9月单月指数重拾上升态势；二是直接投资项下人民币使用更为活跃，是各个指数上涨月份拉动指数上升的主要因素；三是人民币在跨境循环中保持净流出，但净流出规模持续减少，这也表明人民币在跨境收付中的使用不断趋于平衡；四是人民币境外使用范围扩大，活跃度提升。亚洲、欧洲、美洲、大洋洲人民币的使用快速增长，人民币保持全球第七大支付货币地位。

2014年11月4日，中国银行发布的《人民币国际化业务白皮书（2014）》显示，与2013年相比，境内外企业对人民币国际地位的预期更加积极，人民币跨境使用的客户需求基础更加深厚；人民币在境外第三方之间的收付使用水平明显改善，国际计价职能进一步增强。

在金融产品运用方面，经过一年发展，境外人民币金融服务更加普及，产品种类更加丰富；结算产品是普及程度最高的跨境人民币产品，对人民币跨境使用便利性的影响最突出；《财富》500强企业对人民币国际化业务的参与更为广泛，对待人民币汇率波动更加成熟。

此外，中国银行的人民币国际化产品和服务受到多数参与调研企业的积极评价，其中中国银行的海内外一体化服务水平最受公司客户认同。

宏观政策取向

积极财政政策更加积极，以创新改革激发市场活力

2015年，积极财政政策将更加积极，赤字规模可能有所扩大。同时，重点优化财政支出结构，大力创新融资方式，不断完善结构性减税政策，进一步深化财税体制改革。

第一，优化财政支出结构，创新重点领域投融资机制。在经济下行大背景下，财政收入增长放缓，民生等刚性支出不减，财政收支矛盾进一步凸显。因此，2015年政府将继续压缩一般性支出，将更多资金用于支持“三农”、社保、小微企业、科技创新、战略性新兴产业、水利等领域。同时，政府将创新投融资机制，积极推广PPP（政府与社会资本合作）模式，将水电、核电，铁路、港口、内河航运设施及枢纽机场、干

线机场，城镇供水供热、污水垃圾处理、公共交通等更多领域向社会资本特别是民间资本开放，为社会有效投资拓展更大空间，进一步激发市场主体活力和发展潜力。

第二，完善结构性减税政策，推进重点领域税制改革。政府将进一步落实支持小微企业等税收优惠政策，并根据形势发展继续研究出台相关支持政策。2015年，增值税、消费税、资源税、环境保护税、房地产税和个人所得税等六大税种的税制改革有望继续推进。在2014年“营改增”扩大到铁路运输、邮政业和电信业的基础上，2015年将继续扩大到生活服务业、建筑业、房地产业和金融业等行业，进而完成“营改增”的全行业覆盖。此外，2015年消费税改革有望进入部署阶段，资源税改革可能向煤炭之外的其他重要矿产品扩展，房地产税、环境保护税的立法工作将加快推进，个人所得税也将逐步建立综合的新机制。

第三，深化财税体制改革，防范化解财政风险。政府将通过扩大地方政府债券自发自还试点范围和规模，剥离融资平台的政府融资功能以及推广使用PPP模式等，加快建立规范的地方政府举债融资机制，防范化解财政风险。同时，为落实《深化财税体制改革总体方案》，加快建立现代财政制度，政府也将在深化税收制度改革、调整中央和地方的事权与支出责任、构建地方税体系等方面加快步伐。

货币政策坚持稳健取向，突出灵活性和针对性

2015年，从保持政策的连续性和稳定性的角度看，央行会继续实施稳健的货币政策，为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境。与此同时，根据宏观经济金融环境的变化，货币政策也可能将突出灵活性和针对性。

一是坚持“总量稳定、结构优化”的取向。考虑到2015年经济继续下行、物价水平较低，货币政策将坚持稳健基调和总量稳定的目标。我们预计，政府很可能将2015年M2的调控目标设在12%左右。与此同时，

当前货币政策事实上也承担起了经济结构调整的任务，预期央行会继续使用和创新结构性政策工具，继续采用定向调控政策。

二是继续降息的可能性上升。2014年11月末，央行调降了存贷款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%。此次降息的主要目的在于缓解企业融资成本高这一突出问题，确保经济的健康增长。总的来说，此次降息属于中性操作，不代表货币政策取向发生变化。

2015年是否会继续降息，主要取决于现有政策对降低实体经济融资成本的效果。我们认为，有关部门会继续引导银行间市场利率下行，以此达到压低贷款定价的目的。如果效果不佳、企业融资成本仍居高不下，特别是经济明显走低、就业恶化，那么就会继续调降存贷款基准利率。我们预计2015年再次调降基准利率的可能性比较大。

三是通过降准补充基础货币缺口的概率较大。2015年，由于央行退出对人民币汇率的常态干预，以及美国可能加息，预计新增外汇占款不会太多。根据央行提出的蓄水池理论，之前不断提高准备金率，就是为了冲销国际资本流入而造成的流动性压力。现在外汇占款开始下降，央行通过下调法定存款准备金率补足基础货币缺口的概率上升。此外，央行已经通过降息的手段缓解企业的融资难、融资贵的问题，从稳定经济增长和调整结构的角度看，未来央行在继续使用价格型工具的同时，也会配合使用数量型工具，预计2015年可能下调法定存款准备金率一至两次。

加快推进投融资体制改革

2015年，投资政策方面，一是将以深化体制改革为主线，进一步取消和减少审批事项，扩大企业特别是央企、国企的自主决策权利，突出企业的投资主体地位；二是将允许社会资本参与更多基础设施和公共设施的投资和运营，在部分省市或项目试行PPP等特许经营方式，探索建

立城市基础设施、住宅政策性金融机构，加大对基建投资的融资支持；三是将抓住推进“一带一路”建设的良好契机，加强内陆沿边交通、物流、仓储、通信、电力等基础设施建设，同时提高沿海港口吞吐、转运和通关能力。

消费新政助推新兴消费业态快速发展

一是将继续突出鼓励新兴消费业态，推进“宽带中国”战略和“智慧城市”建设，鼓励移动互联网、物联网等信息消费，进一步建立健全城乡物流配送系统；二是将发挥保障房建设的带动作用，放宽公积金贷款和支取条件，稳定住房及相关的家电、家具、建筑装潢材料等消费；三是将严格落实职工带薪休假制度，创造良好的旅游休闲消费环境，同时鼓励民办学校、医疗、养老机构规范发展，提升教育、文体、健康、养老等消费。

外贸政策重在促进贸易结构转型升级

一是将稳定交通、机电等传统优势产品出口，推动钢铁、电解铝、平板玻璃等行业转移过剩产能；二是将调整和完善加工贸易政策，限制和禁止高耗能、高污染外资项目上马，推进沿海地区转型升级、内陆地区有序承接、沿边贸易持续扩大；三是将鼓励和支持拥有知识产权、品牌、高附加值、高效益的产品出口；四是将积极扩大数字化、智能化等先进技术设备、关键零部件进口，稳定资源性商品进口，加大战略性商品储备力度；五是将继续推进上海自贸区贸易便利化试点，在更大范围内复制和推广相对成熟的政策措施。

房地产调控重在落实，加快住房金融改革

一是继续落实差别化房地产信贷政策；二是加大对国开行保障性住房建设的资金支持；三是加快抵押贷款资产证券化发展，完善住房金融

体系。

专题分析

专题一：探寻中国经济增长的新动力——未来中国经济增长靠什么？

2015年是中国“十二五”规划的收官之年，我们预计GDP增长率有望继续高于7%。这意味着，“十二五”期间（2011~2015年），中国GDP年均增长率在7.8%左右。在全球主要经济体中，中国的经济增速为同期最高。但是，当前中国潜在经济增长率开始下降。那么，在未来一段时间，中国经济增长的新动力何在？如何将GDP年均增长率稳定在7%左右？这些是中国经济需要研究和解决的重大课题。

战略性新兴产业：拉动经济增长的新火车头

战略性新兴产业以重大技术突破和发展需求为基础，对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用，具有知识技术密集、物质资源消耗少、成长潜力大、综合效益好等特点。

为推动战略性新兴产业快速健康发展，国家制定和出台了详尽的发展规划和指导意见。2012年7月，国务院提出加快培育和发展七大战略性新兴产业。2013年3月，国家发改委公布了《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》，依据七大产业24个重点方向下的125个子方向，进一步细化到近3 100项细分产品和服务。

经过近几年投入力度的加大和政策措施的扶持，中国战略性新兴产业初步夯实了发展基础，开始形成新的核心竞争力。2014年前三季度，战略性新兴产业创新步伐加快，“核高基”、新一代宽带无线移动通信网、高档数控机床和大型飞机等国家重大科技专项进展顺利，高技术制造业增加值增长12%，快于工业整体增速。以新能源汽车为

例，2014年前三季度产量达到3.85万辆，同比增长2.9倍。未来几年，中国战略性新兴产业有望继续保持20%左右的年均增长，逐渐成为经济发展的重要引领和拉动力量。到2020年，这些产业的增加值占GDP比重将达到15%左右，部分产业和关键技术将跻身国际先进水平。

现代服务业：经济发展的新领域

近些年来，以现代服务业为主的第三产业对中国经济增长的贡献率越来越大，甚至开始超过第二产业。2014年前三季度，第三产业对GDP增长的贡献率为49.1%，比第二产业高3.4个百分点，表明第三产业在国民经济中的地位逐步提高，不仅在创造就业中发挥越来越重要的作用，而且在稳定增长中正在发挥基础性作用。这既是中国经济发展到中高收入阶段的必然现象，也是金融危机以来中国主动调结构、促转型的结果。预计未来五年服务业对GDP增长的贡献率还将继续上升，到2020年将达55%左右，成为拉动经济增长的主动力。

进一步考察近三年来服务业固定资产投资增长情况，可以发现，大部分细分行业投资增长率都高于全部行业平均水平，显示了比较强劲的发展势头。比如，近三年，金融业、租赁和商务服务业、批发和零售业投资月均增长率都超过30%，而信息传输、软件和技术服务业、文化、体育和娱乐业以及科学研究、技术服务和地质勘查业等都超过25%。从产业政策上看，自2013年初新一届政府执政以来，高度重视现代服务业发展，国务院先后发布了一大批政策性文件，对生产性服务业、科技服务业、物流业、文化创意产业等发展提出指导意见。在市场决定、社会参与和政府调控的综合作用下，预计未来五年这些服务业有望保持20%甚至更快的增长。

部分工业行业：拉动增长的重要力量

随着近年来经济结构调整取得实质性进展，服务业对经济增长贡献率上升，而工业对经济增长贡献率下降，但其仍然是拉动经济增长中坚力量。2014年前三季度，工业对GDP增长贡献率为37.4%，拉动

GDP增长2.7个百分点。预计未来几年工业贡献率将继续下降，但仍将是拉动经济增长的主要力量之一。

利用工业细分行业的利润、增加值和固定资产投资月度数据，我们发现有13大行业上述三个指标的月均增长率都高于全行业平均值，这可视作这些行业增长动力较为强劲的直接证据，预计其将继续成为未来五年拉动经济增长的重要行业。具体包括：第一，食品制造业、农副食品加工业以及酒、饮料和精制茶制造业等仍将快速增长；第二，居民消费从吃饭、穿衣向居住、出行、文教、娱乐升级，预计木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业，家具制造业，燃气生产和供应业，汽车制造业，仪器仪表制造业，文教，工美，体育和娱乐用品制造业，印刷和记录媒介的复制业等，仍将快速增长；第三，随着人口老龄化和生活水平不断提高，居民对医疗健康、生态环保的需求和要求不断上升，预计医药制造业、废弃资源综合利用业仍将快速增长；第四，非金属矿在国民经济各行业有着较为广泛的应用，预计其采选业仍将快速增长。

综合考虑各产业和行业发展现状、前景以及政策面因素，我们认为，未来五年，中国经济增长主要由七大战略性新兴产业引领和带动，部分产业将在2020年成为支柱产业，而现代服务业即将成为促进经济发展的主动力，对GDP增长的贡献率超过一半。同时，部分工业行业仍将是拉动经济较快增长的中坚力量。

专题二：中国经济杠杆率测度及潜在风险

杠杆率（债务率）的变化通常与经济周期、货币信贷环境紧密相连。杠杆率既有积极作用，也有潜在的负面影响。如果各经济主体的债务使用得当，杠杆率适度提高有利于增强其融资能力，提高资金配置效率，推动经济平稳较快发展。但是，如果杠杆使用过度，可能导致经济过热、泡沫积聚、债务风险加大。当前，随着中国步入增速放

缓、结构升级的新常态，债务风险问题也备受关注，中国经济各部门的杠杆率发生了哪些变化，蕴含了什么风险，未来该如何应对？本专题将对此进行探讨。

中国杠杆率的测度及演变历程

2008年金融危机以来，在大规模的经济刺激下，中国整体杠杆率不断攀升。2013年，中国总杠杆率（政府、居民、企业各部门负债率之和）达到265.5%，较2006年上升了70.8个百分点。各经济部门的杠杆率均有上升，其中金融部门和非金融企业的杠杆率较高且上升较快。金融部门杠杆率为77.8%，较2006年上升了26.6个百分点，这主要是因为对其他存款性公司负债、其他负债、债券发行等三类负债上升较多，这三类负债占GDP比重分别较2006年上升了12.4、13.7、6.3个百分点；非金融企业部门杠杆率为113.4%，较2006年上升了19.1个百分点，这主要是因为企业债上升较多。居民和政府部门杠杆率相对较低，居民部门杠杆率为34.9%，较2006年上升了17.2个百分点；政府部门杠杆率为39.4%，较2006年上升了7.9个百分点。

杠杆率变化带来的潜在风险

当前，中国经济杠杆率主要存在以下几个突出问题。

1. 整体杠杆率较低，但地方政府债务风险上升。

与其他国家相比，中国总负债率相对较低，尤其是中央政府和居民杠杆水平远低于其他多数国家。2010年，中国整体杠杆率为236.1%，低于同期的日本（515.8%）和美国（298%）。分部门看，中国中央政府和居民的杠杆水平更是远低于国际平均水平，这为未来通过各部门间杠杆的配置和优化创造了条件，有利于防止经济硬着陆。

值得注意的是，上述政府债务统计口径并不包含地方政府债务，这使得上述中国政府债务杠杆水平存在低估。根据审计署报告，截至2013年6月，地方政府部分债务总额（包括或有债务）17.9万亿元，占

GDP比重为31.5%。在经济下行压力加大、房地产市场调整和化解产能过剩背景下，地方政府财政收支压力进一步加大，由于区域发展状况、债务管理水平方面的差异，部分地区尤其是基层政府已出现偿债困难。与此同时，近年来随着监管部门加强对融资平台、影子银行的治理，地方政府越来越依靠信托贷款等新型融资渠道，隐性债务风险不断上升。

2. 企业杠杆率高于国际平均水平，加剧了金融体系脆弱性。

从经济主体的角度看，中国企业部门的杠杆率不仅在国内各经济主体中比较高，而且也高于美国、日本、德国等发达经济体。例如，2010年，中国企业杠杆率水平约为105.8%（2013年为113.4%），同期德国、美国、日本等国家企业的杠杆率水平则分别只有49%、72%和99%。随着企业成本增加，债务水平过高，不仅会加大企业的财务负担，也会加大产能过剩风险以及经济金融体系的脆弱性。尤其考虑到未来随着经济的下行，产能过剩问题还将持续，部分债务负担过重、赢利能力较差的企业或将面临资金链断裂风险。

3. 从行业角度看，煤炭行业和大部分重工业杠杆率较高

在工业企业中，采矿业和重工业资产负债率上升同时资产回报率下降，这两个大类行业的债务风险较大。采矿业主要受煤炭开采和洗选业拖累，煤炭行业的资产负债率高于全工业行业平均水平和其他采矿业，资产回报率却远低于工业平均和其他采矿业。在重工业中，除非金属矿物制品业和金属制品业外，其他行业均表现不佳，资产负债率呈上升趋势且高于工业平均水平，资产回报率也相对较低。轻工业和新兴制造业资产负债率呈现下降趋势且低于工业平均水平，资产回报率较高，风险相对较低。

应对措施

目前，中国债务风险主要集中在地方政府和企业，去杠杆的压力也主要集中于此。未来宏观调控要符合经济体系去杠杆的规律，坚持

有保有压，将总杠杆率控制在合理水平，既要控制企业和金融机构持续加杠杆带来的产能过剩累积、资产泡沫加大，也要防止去杠杆进程过于激烈引发的金融风险上升，尤其是重点解决经济运行的基本矛盾，防止简单控制社会信用扩张带来的矛盾激化。

调整和优化中央政府、地方政府和企业间的杠杆分布，适度增加中央政府和居民杠杆。目前，在稳定增长、推进改革和促进包容性增长方面，可以考虑进一步发挥中央财政的功能，为地方政府和企业去杠杆赢取时间。可以加大对棚户区改造、“三农”、小微企业等行业和企业的财政金融支持，适当提高杠杆水平，同时降低地方融资平台、房地产、产能过剩行业杠杆水平，将社会总杠杆率控制在合理水平。进一步挖掘居民的消费潜力，增强经济内生动力。以2014年9月颁布的新《预算法》为契机，强化对地方政府性债务的管理，使地方政府举债行为规范化、透明化。

多管齐下，降低企业债务水平。加快发展股票等直接融资，优化企业融资结构，降低企业负债率。加快产业结构调整，积极引导资金进入战略性新兴产业，坚决淘汰落后产能，完善企业破产重组的相关机制，提高投资效率。

1. “中国银行国际金融研究所中国经济金融研究”课题组联合撰文。课题组组长陈卫东，副组长曹远征、宗良、钟红，课题组成员周景彤、李建军、李佩珈、高玉伟、李艳、梁婧、王敏、陈志华。

新常态下中国经济增长态势展望

国务院发展研究中心学术委员会副秘书长
张立群

国际金融危机发生后，中国经济发展的国内外环境发生了深刻变化，中国经济开始由高增长转入中高增长，与此同时，也进入转型升级和全面深化改革的攻坚时期。中央经济工作会议在布局2015年经济工作时明确提出，必须历史地、辩证地认识我国经济发展的阶段性特征，准确把握经济发展新常态。目前看，增速换挡有望在2015年基本完成，以此为标志，中国经济将进入加快完善体制机制、加快转变经济发展方式、全面适应经济新常态的新时期。

经济增速回调有望触底

进入2014年以后，经济增速进一步下降。一季度GDP增长率7.4%，较上年四季度回落0.3个百分点。在定向调控措施的作用下，二季度经济增长回稳，GDP增长率略升到7.5%，但三季度又回落到7.3%。分析经济下行的原因，主要是房地产行业的调整以及由此导致的房地产投资增速持续下降。市场需求对短期经济增长具有决定作用，2015年，消费、出口、投资需求的增长态势预计趋稳，据此可以判断经济增速回调基本触底，全年经济增长率预计略高于7%。

综合看，2015年世界经济仍呈继续恢复态势。尽管存在持续宽松货币政策对世界经济特别是新兴经济体经济负面作用加大、地缘政治紧张局势升级、金融市场可能迎来调整等风险因素，但预计2015年国际市场

保持平稳的可能性最大，我国出口的外部环境大体稳定。从我国出口企业状况看，也在进入竞争力由降转稳的过程。2008年以后，我国出口企业成本持续提高，依靠低成本支持的竞争力持续减弱，是导致出口增速下降的另一个重要原因。近年来，出口企业努力在研发能力、品牌竞争力、成本管理能力和职工队伍素质等方面形成新的竞争力，并逐渐取代低成本支持的竞争力，出口企业竞争力开始进入由降到稳的时期。综合以上分析，可以判断我国出口增速的下降过程大体结束，2015年出口增速预计为7%左右。

消费将保持平稳增长。近年来保就业的政策效果比较明显，就业形势比较好。在服务业发展势头比较好、小微企业发展比较多等因素支持下，特别是以保就业为底线的稳增长政策支持下，预计2015年就业形势仍会较好。就业增加和政府保障基本民生政策的落实，预计会继续支持城乡居民收入平稳增长，进而支持消费平稳增长。此外房地产和汽车市场调整，有望在2015年趋于平缓，其对消费的负面影响预计会减弱。综合这些情况，预计2015年消费实际增长率为10.5%左右。

投资增长将大体趋稳，2015年投资增长率预计为16%左右。首先房地产投资增速回落态势有望结束。目前房地产开发企业主要集中在大城市，而其首要困难是卖房难。应该认识到，大城市买房需求不振是短期现象。因为一线和比较发达的二线城市人口规模大，而且还在增加，居住性买房需求数量很大而且在继续增长。大城市出现卖房难，主要是买落预期引起的持币待购心态。由于居住性需求与投机投资性需求不同，只可等待而不会消失；此外随着收入增长和房价趋降，房价收入比会降低，居民买房能力会提高。这些都意味着大城市房地产市场走冷的同时，买房需求正在不断蓄积之中。

大城市对房价回落的预期，根本上是由大城市房价走低态势决定的。这些年来大城市土地资源日益紧张，土地价格上涨较多，房地产开发成本持续提高。这表明大城市房地产企业让利销售的空间有限。由于

在大城市发展的房地产企业一般具有较强实力，承受销售困难的能力一般也较高，因此大城市房价预计不会持续下降。随着时间推移，大城市房价回落的预期必然会发生改变。与此同时，2014年下半年开始，城市政府针对各自房地产市场的不同问题，分类施策，纷纷取消限购，调整相关调控措施；9月30日，央行、银监会发布通知，对房贷政策做出调整，放宽首套房贷的优惠范围，给予商业银行更大自主调节范围；近日又实行了非对称性降息的政策，对买房需求形成进一步支持。这表明市场与政府政策的作用正在结合起来发挥作用。在这些因素的作用下，10月份大城市房地产市场已经开始回暖，据此判断，一、二线城市由预期抑制的居住性买房需求，会在2014年四季度开始逐步加快释放，房地产企业卖房难的困难会得到不断缓解。

另一方面，大城市政府也应该高度重视房地产企业拿地难的问题，以及由此对房地产业发展造成的制约。应该与新型城镇化的要求紧密结合，在完善城市规划布局、加强基础设施特别是地下基础设施建设、增加住房建设供地等方面下功夫。增加大城市住房建设供地和土地利用效率。在销售形势好转和住房建设供地增加的支持下，房地产业的转型升级活动就可能转为比较温和的模式，房地产投资就会出现由落到稳的变化。

此外，目前政府主导的基础设施投资已经大体形成一个可持续的模式：通过优化财政支出结构，增加基础设施投资资金；发挥财政资金四两拨千斤的作用，积极引导民间投资参与基础设施建设；选择好基础设施投资项目，与区域经济协调发展和新型城镇化目标结合，在跨区域重大基础设施、城市地下基础设施以及环保和信息基础设施建设方面加大力度；保持合理的增长水平等。尽管当前一些地方政府出现债务到期、土地财政弱化等困难，但考虑到我国财政赤字率较低、政府债务规模仍在风险线以内、政府债务都对应一定的资产等因素，财政资金和银行资金都还有回旋运作空间。2014年国务院43号文件专门针对地方债存量，提出了项目甄别的具体措施，预计将在稳定银行与地方政府在建设项目

长期合作关系方面发挥重要作用。2014年10月份以来，国家发改委在铁路、机场、输变电等方面新批准了一批建设项目，投资规模超过1万亿元。综合这些情况，预计2015年基础设施投资增速可以保持在20%以上。

在房地产和基础设施投资带动下，制造业投资预计也会由落到稳。综合分析，预计2015年投资增长率为16%左右。

从市场需求分析看，2015年经济增长率可以达到略高于7%的水平。上述分析表明，出口、消费和投资等市场需求已经大体趋稳，因此经济增长回调过程，预计将大体在2015年结束。

中国经济正在进入全面适应经济新常态的时期

经济增速换挡的基本完成，意味着中国经济发展已经比较平稳地进入了新常态。2014年12月召开的中央经济工作会议从九个方面科学分析了我国经济发展的需求条件、生产要素供给条件、资源环境条件的趋势性变化，指出了由此引起的生产能力和产业组织方式、市场竞争特点、经济风险积累和化解、资源配置模式和宏观调控方式等方面的深刻变化。应该看到，经济增速换挡，客观上是由于经济发展的环境和条件发生深刻改变的结果，集中反映在市场需求约束增强和成本水平提高。这些变化正在推动中国经济从一个做得快、做得多向做得好、做得优、做得省、做得清洁的新模式转变。从企业来看，面对的市场竞争比过去激烈了，要取得订单变得比过去更难了，成本压力和控制污染的压力不断加大了，企业必须努力从过去“有没有”的标准转向现在“好不好”、“省不省”、“环保不环保”的新标准，必须从低水平、低成本扩张，转向质量效益型增长。这表明我国经济的方方面面，必须要通过转型升级和全面深化改革，全面适应经济发展的新常态。

这也成为中国经济发展的一个非常关键的新时期，其根本任务是解决长期积累的发展不平衡、不协调、不可持续的深层次矛盾。通过转变发展方式、全面深化改革，形成适应经济新常态的体制机制和发展模式。从微观方面看，是产品和服务的安全度和性价比明显提高；从结构方面看，是供需结构、区域布局结构、内外结构、收入分配结构合理均衡；从宏观方面看，是发展空间可持续拓展，资源环境约束明显缓解，产品、服务、资金通过市场交换顺畅有效益地循环；从经济发展流量与存量的关系看，是形成的各类固定资产、基础设施、不动产的品质明显提高，系统配套性、布局合理性、耐久性和可传承性明显增强。从资源配置方面看，是通过统一开放、竞争有序的市场环境，实现各类要素资源的集约高效配置；从环境方面看，是形成有利于环境保护和可持续发展的生产和生活模式。综合看，这是中国经济从量的扩张到质的提升的重大转变，是全面建成小康社会和实现现代化的一个新的阶梯。

坚持稳中求进，努力实现经济平稳转型升级

适应新常态的过程，是经济发展方式的深刻转变，也是体制机制的全面完善，充满风险和挑战。正如中央经济工作会议指出的：伴随着经济增速下调，各类隐性风险逐步显性化，风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间。企业转型、产业转型也是一个优胜劣汰，重建新的发展基础的过程，如何有效控制和不断化解各类风险，保持经济平稳增长，不断推动经济转型升级和体制机制全面完善，是一项重大而复杂的系统工程。必须按照中央经济工作会议的要求，坚持稳中求进工作总基调，坚持以提高经济发展质量和效益为中心，主动适应经济发展新常态，保持经济运行在合理区间，把转方式调结构放到更加重要的位置，狠抓改革攻坚，突出创新驱动，强化风险防控，加强民生保障，促进经济平稳健康发展和社会和谐稳定。

1. 继续实行积极的财政政策。针对经济增速下降的压力，宏观调控

政策“托底”的任务很重。从历史经验和国际比较看，防止经济变冷，主要应发挥财政政策作用。中央经济工作会议要求积极财政政策要有力度。2015年，房地产转型调整、房地产投资增长及整个投资增长都还有一定的不确定性，外部环境也存在一定不确定因素，因此应该坚持实施积极的财政政策，合理确定赤字水平，着力优化财政支出结构，更好地发挥财政资金四两拨千斤的作用，更准确地把钱用到保障基本民生，稳增长、促转型、支持改革上来，进一步提高财政资金的使用效果，提高对各类社会资金、民间资金的引导和带动作用。

2. 继续实行稳健的货币政策。随着通胀压力减小，热钱流入导致的货币投放压力减小等，货币政策在利率、存款准备金率等总量措施调整方面的空间有所扩大。另一方面，受无风险利率仍然较高等因素影响，货币金融领域传统的“赚快钱”的模式仍没有根本改变。在影子银行等高风险融资活动受到监管以后，近期股市的大涨，值得高度重视。如果投融资活动不能与实体经济爬坡过坎的艰难转型紧密结合起来，则货币数量增加的效果就始终会与风险累积相伴。货币金融与实体经济之间就不会形成良性循环。中央经济工作会议要求货币政策要更加注重松紧适度，就是要针对稳增长、防通胀、控风险、促转型、支持改革等多个目标综合权衡，按照稳健的原则，提高货币政策的前瞻性、针对性、灵活性和适度性。

3. 全面深化改革，合理界定政府与市场的关系，充分发挥市场竞争优胜劣汰的作用。进一步放宽市场准入，特别是垄断性行业的市场准入；加快把前置性审批转为事中事后监管；围绕破产退出活动尽快完善和严格风险责任约束机制、资本优化组合机制。破产退出改革重在制度和机制建设，不宜追求数量和规模。针对困难企业和过剩产能的调整，要注意把市场选择和政府支持的作用合理结合起来，既注意优化产业素质，也注意减少不必要的损失。

4. 积极稳妥地推动新型城镇化进程，不断拓展经济发展空间。抓紧

制订好国家新型城镇化规划；注重城市群内各城市之间的基础设施系统的建设，注重城市内部基础设施的配套建设，特别是地下设施与地面设施建设之间的配套。进一步加强各级政府的公共服务职责，在城市范围内加快基本公共服务的全覆盖，加快城市群内各城市间基本公共服务均等化。通过各个城市群整体功能和承载力提高，促进市场、产业发展空间不断扩大，人口承载能力不断增强。

5. 积极提高大城市土地利用效率。针对当前人口和相关的买房、用车需求过度集中在一线大城市的现状，各个大城市应该立足当前、着眼长远，在兼顾长远规划目标的前提下，充分挖掘资源潜力，科学调整城市规划布局，努力增加供地能力和城市土地利用效率，支持汽车和房地产市场发展。防止汽车、房地产市场发生较大波动。

迈向新常态的中国经济新变化

中国银行首席经济学家
曹远征

2014年，中国经济表现的一个鲜明特点就是下行压力加大。一季度GDP增长率延续了上年的下行态势，二季度虽略有反弹，但三季度又开始下行。如果将时间延伸了看，自2010年第二季度开始，中国经济就开始下行，至今已经延续了18个季度，已超过以往任何一个经济周期的变动。与此相对应，PPI也连续负增长达33个月，也已打破纪录，并且看来在短期内难以转正，表明经济下行压力仍然存在，而且有可能进一步加重。

中国经济为什么下行？

一般而言，任何一个经济都有周期波动。经济下行抑或上行是周期运动使然。当用传统的周期来衡量当下中国经济时，会发现其表现超预期。尽管经济下滑的速度不是很快，幅度不是很大，但下滑持续的时间超过以往的周期波动。这表明这轮中国经济下行不仅仅是周期性因素，而且有结构因素，从而呈现出趋势性变化。

如果和改革开放35年以来的经济增长相对照，可以明显看到趋势性变化是由下列经济增长条件的深刻变动引起的。

第一，改革开放，特别是20世纪90年代以来，中国一如其他亚洲国家，搭上了经济全球化的快车，走上了出口导向的工业化发展道路。进

出口总额一度占GDP的67%左右，为大国所罕见。2007年，经常项目顺差曾达到GDP的10.7%的历史顶点。但2008年的国际金融危机表明，主要发达经济体负债消费的模式难以为继，经济将长期处于去杠杆化的状态之中。与此相对应，经济增长乏力，并时时伴随衰退之忧，成为新常态。受此拖累，新兴经济体也普遍放缓了增长步伐，并伴随着金融风险的扩大。世界经济低迷造成的外需的萎缩，严重影响着中国经济的现实表现。2010年中国出口增速为30%，2011年降为24%，2012、2013年更降至一位数以内。事实上，2014年以来，中小企业的困境，表面上看来是融资难、融资贵，但本质上，是这几年出口订单少，尤其是长单少所致。本以为订单少是暂时现象，为维持生产暂时借入一些高成本资金，但是由于世界经济长期低迷，出口订单难有增长，致使债务沉重化。这表明，传统的出口导向性经济增长方式不仅不可持续，而且现实也难以维持，从而必须转向内需扩大。

第二，长期以来，中国是有鲜明二元经济特征的发展中国家，呈现出农村剩余劳动力无限供给的经济增长模式。从20世纪90年代初，受工业部门有较高的劳动生产率，从而能提供较高工资的吸引，大量农村劳动力开始流向沿海异地打工。由于农民工众多，劳动力市场竞争激烈，农民工平均工资多年不涨，增加收入主要靠加班。廉价的劳动力构成中国制造业的低水平竞争优势，中国也因此而成为世界的“工厂”。但是，随着工业的发展、农村劳动力的大规模转移，刘易斯拐点开始显现。目前超过50%的45岁以下的农村青壮年劳动力已不再务农，其中25岁以下的农村劳动力70%以上已经离开农村务工。这使农民工工资开始普遍上涨。据统计，从2004年开始，农民工工资平均每年以12%的速度上涨。并且更为重要的是，这一上涨态势不存在东、中、西部的差异，西部最低工资上涨甚至高过东部。2013年，中国最低工资上升速度最快的是新疆，上升35%左右。最低工资的普遍上涨，表明靠廉价劳动力移入的低成本制造的竞争优势正受到挑战。经济增长需要转向技术进步和劳动力生产率的提高。

第三，中国人口结构正在老龄化，人口红利正在消失。2010年第六次人口普查的数据表明，中国15~59岁的劳动力人口已经达到顶点。从2011年开始，新进入市场的劳动力呈下降之势。2012年下降345万人，2013年下降242万人。自此，中国劳动力开始出现绝对减少。一方面，这意味着，工资上升将成为普遍现象，今后的经济增长需要更依赖于技术的进步带来的劳动生产率的提高；另一方面，人口老龄化也意味着抚养比上升，储蓄率也将开始历史性地下降。而储蓄是投资的来源，长期以来，中国经济增长是靠投资驱动的，在金融危机前，出口的扩张带动了民间投资的高涨。金融危机后，为了保增长，政府的投资取代民间投资成为主力。随着储蓄乏力，进而储蓄率的下降，投资驱动性经济增长将难以为继。事实上，2014年9月以来，银行业存款无论增长率还是绝对额都开始下降，除居民风险偏好改变的因素外，不能不视为储蓄率下降现象出现的信号。这表明，经济增长的动力机制正在转换，由投资驱动转向消费驱动。

第四，长期以来，中国经济的增长是资源能源耗费型的、环境不友好型的，伴随着土地资源、矿产资源、水资源及生态资源的消耗，这一增长方式的不可持续性已暴露无遗。试举一例，1993年中国才转为石油净进口国。短短20年后，中国已成为石油第一大进口国。进口石油占总消费量的60%以上。能源安全问题已成为国家安全的重要内容。而华北地区大面积雾霾已成为印证环境恶化的有目共睹的事实。这表明资源能源及环境的污染日益恶化，那种传统的粗放型经济增长方式已难以为继，必须改弦更张。

与过去35年相比，中国经济增长条件的变化，表明传统增长方式已失去支撑，并由此使中国经济增长环境进入一个新阶段，进而使经济增长呈现出新常态。新常态与旧常态的重要区别性标志，就是经济在增长率上开始出现趋势性的下降。中国经济已经告别两位数增长。

中国经济会硬着陆吗？

当前，中国经济的下行，除上述经济增长条件深刻变化而导致的趋势性下行外，还在于经济周期的变动而导致的下行阶段压力加大。

长期以来，中国经济是投资驱动性的。在2008年金融危机前，出口旺盛带动民间投资的高涨；在金融危机后，因出口不振，政府，尤其是地方政府，接替了民间，通过巨额负债，大规模投资基础设施，成为新的投资主体。政府尤其是地方政府深度介入投资不可持续，同时又带来诸如权钱交易、腐败等弊端，因而必须改革。

顺应历史潮流，回应社会关切，党的十八届三中全会做出了深化改革的历史性决定。在经济领域最为重要的举目之纲，就是在政府与市场的竞争中“市场起决定性作用”。由此政府，尤其地方政府的行为都开始发生改变，其投资意识和投资能力都开始受到抑制。相应地，投资增速开始显著下降，由固定资产投资周期决定的经济周期因此也就出现了变化，下行阶段延长并深化。长期以来中国投资增长速度均维持在20%以上，在2009年一度高达35%，但是2014年1~10月，这一增速下滑到15.9%，并且有进一步下滑的趋势。

由于投资增速下行，经济增长开始明显下行。人们担心如此快速的下行会不会导致经济硬着陆？

所谓“硬着陆”，一方面，因经济快速下行导致失业问题严重化；另一方面，由于近几年投资主要由负债构成，投资下滑，会使现金流紧张化，从而引发债务违约风险，进而招致经济的进一步困难。由此，失业严重，债务违约成为衡量硬着陆的关键变量。坦率地说，这一担心是有道理的。但是，中国经济硬着陆的概率很小，理由如下。

在就业方面，中国经济结构正在发生快速改变。在“十一五”期间，中国还为服务业发展不快而发愁。在“十一五”规划的22项指标中，唯有

涉及服务业的三项指标未完成计划。它们分别是服务业增加值、服务业就业的比重和研究发展经费占GDP的比重。但是到2013年，中国服务业已成为第一大产业部门，2014年仍保持着领先增长态势。由于服务就业弹性高于制造业，其创造的新就业岗位快速扩展。据初步统计，2008年，GDP每新增长一个百分点，就带来120万个新就业机会。到2013年，GDP增速虽只有7.7%，但新创造就业机会1 310万个，平均每个点新增机会180万~190万个。2014年，计划新增就业机会1 000万个，如此看来，GDP增速超过6%就可完成。事实也是如此，2014年9月已实现新增就业1 000万个。再考虑到中国人口老龄化，新进入市场劳动力正呈逐年下降之势，而未来中国经济增长6%~7%还是大概率事件，因此就业不会出大问题。从这个意义上讲，中国经济不会硬着陆。

在债务方面，这固然是新的风险点，并集中体现为三个问题：银行坏账增加、影子银行违约和地方政府债务可持续。而三者又高度与当前房地产形势相关联，不容忽视。然而依然硬着陆的概率不大。首先，虽然银行坏账在上升中，目前已达1.08%，并不排除进一步上升的可能性。但是由于中国银行业提前采取了《巴塞尔协议III》的监管标准，并且将拨贷比提高到2.5%，这意味着坏账比例在一个时点上不超过2.5%，银行的利润仍然可期。如果加上利润，则坏账比例不超过3%，银行的资产不受伤害。而在目前的经济形势下，超过3%的坏账比例是小概率事件。与此同时，尽管房地产贷款占银行贷款的22%左右，但其中18%是住房抵押贷款，其支付比例一般在20%~40%左右。这意味着房价整体不下跌20%~40%，则不会出现大面积断供现象。并且由于过去五年中，中国的房价几乎翻了一番，即使房价下跌20%~40%，银行也有较大的止损保障。尽管不排除个别地区、个别楼盘出现房价下降并引发断供，但就整体房地产市场，房价下跌20%~40%仍是小概率事件，从而不会有银行业的系统性金融风险。

其次，所谓“影子银行”是指不受监管或少受监管的资产负债业务，并集中于房地产开发的信托资金安排上。其表现形式为不在银行的资产

负债表但又未完全出银行的资产负债表。其处理原则自然就是将其纳入监管，处理途径也自然有二：一是重回银行的资产负债表，使其受资产负债监管，由资产效率承担风险；二是通过市场资产证券化等手段使其透明化，彻底脱离银行的资产负债表，因信息披露，使市场了解其风险并寻找承担者。事实上，随着2014年初国办107号文件《关于加强影子银行监管有关问题的通知》出台，影子银行业务回资产负债表的速度不断加快，而年中银行资产证券化的步伐也开始提速。只要短期不出现因房地产市场的崩溃而出现的大面积违约现象，风险正在缓解中。而目前的房地产状况表明，尽管市场形势逆转，但尚不会出现崩溃局面。

第三，地方政府债务尽管上升很快，但风险仍然可控。根据有三：一是中央和地方的债务规模占GDP的比例为40%左右，低于国际通行的60%的债务率标准；二是地方政府债务主要是或有负债，集中体现为地方融资平台的投资项目，而这些项目是实物资产，从而使相对可靠的质押品，可通过转买、重组进行债务安排；三是中国的单一制政体，使地方政府有能力通过腾挪、转换等各种手段从容处理。中国地方政府债务的潜在风险主要体现在两个方面：其一，期限错配。地方政府负债期限一般较短，而对应的基础设施投资项目则完成时间远长于负债期限；其二，有不少项目有公益性，难以产生足够的现金流，偿债来源短绌，更何况逐年还需投入资财对这些设施进行维护，构成地方政府收支的“硬缺口”。近年来，地方政府债务的潜在风险已引发各方充分的重视。由于地方债务主要集中于或有负债的地方融资平台上，主要风险是期限错配，一旦将地方融资平台进行公司化改造，剥离出政府财政，并在项目基础上分门别类，采用PPP的方式逐个加以重组，将较大地缓解风险。事实上，2014年以来，为防止债务形势恶化，采取了四种方法：一是截源，严格限制诸如楼堂馆所等无现金流基础设施建设；二是替代，鼓励各地政府通过拓宽融资渠道对期限短或成本高的债务进行替代；三是重组，在对融资平台公司化改造的基础上，提倡并支持采用诸如PPP的方式对项目进行重新安排；四是善于改革政府的支出责任，厘清中央与地方政府的支出范围和边界，建立各级政府的资产负债表，并在此基础

上，允许地方政府量力而行发行地方债。由上，只要不出现大的经济形势，尤其是房地产形势的恶化，假以时日，地方政府债务风险会逐步化解，并由此决定不会出现硬着陆。

中国经济的可持续发展前景何在？

中国经济告别两位数增长、出现趋势性下行。尽管这一下行不会导致失业问题严重化，但下行毕竟带来了债务风险。为防范系统性和区域性金融风险，稳增长就十分必要，并因此构成2014年宏观调控的一个重要内容，预调微调频繁操作。中国的经济增长被戏称为“挂着点滴的GDP”，一个疑问油然而起：虽然宏观经济政策不再是以拉高GDP增长为目的的“强刺激”，但旨在改善经济，避免下滑过大的稳增长的政策是否就是无出路运动？中国经济可持续增长的前景何在？答案是中国经济结构正在快速出现令人鼓舞的结构转变，正在长出可持续发展的“嫩芽”。

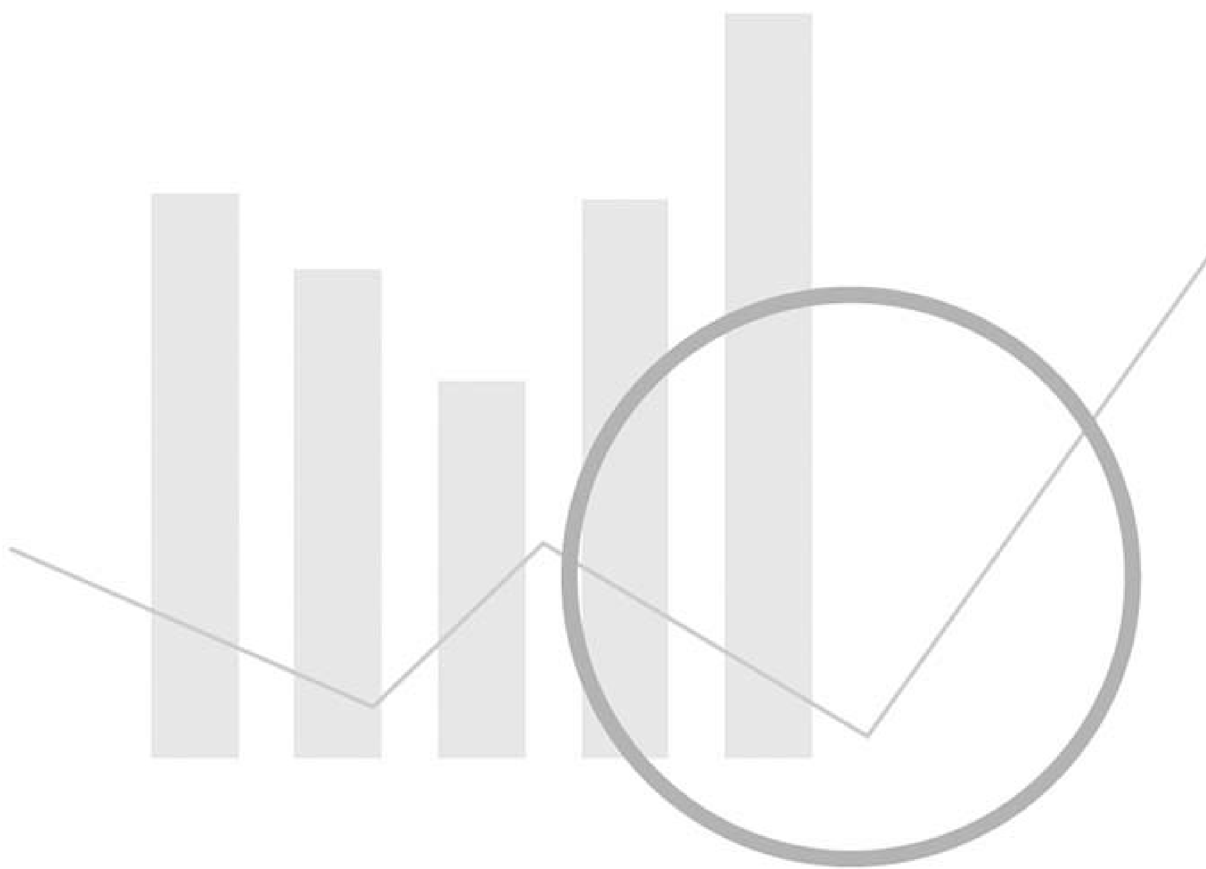
如果将“十一五”和“十二五”期间的经济结构做一对比，可以明显地看到经济变化所表现的深远意义。如前所述，“十一五”期间22项措施中，有3项涉及服务业的指标没有完成。它凸显出当时的中国经济结构是以制造业为主的，并且这个制造业是高度外向的出口导向型。于是，经济结构调整方向自然成为：一、二、三产业全面发展，重点是发展服务业；内外需共同提高，重点是扩大内需，核心是扩大消费，途径是增加居民收入。过去五年间，上述结构转变进展迅速，表现在四个方面。第一，服务业增加值增速一直超过制造业。到2013年，服务业终成为第一大产业部门，并且继续保持领先增长。与此相关，包括医疗、教育、金融、物流、互联网蓬勃发展，蔚然成势。第二，居民收入与GDP增长率基本保持同步，而农民收入增长快于GDP的增长，达两位数。与此相适应，消费已成为GDP的主要贡献力量。目前尽管产能过剩，但与居民消费，尤其是农村居民消费相关的产业，如通信器材、汽车、冰箱、彩

电、洗衣机等耐用消费品并未出现明显的产能过剩。第三，研究与发展经费投入保持持续增长态势，于2013年第一次达到“十一五”规划占GDP 2%的要求。而投入的主体是企业，占总投入的78%。这表明以创新为代表的技术进步正在加速，从而给经济带来动力。以汽车工业为例，新车车型发布与世界同步，而车价在不断降低，表明由技术进步带来的劳动生产率在提高之中。第四，东中部经济差距明显缩小，中西部经济增速明显高于东部。新兴产业开始在中西部兴起，这也为丝绸之路经济带和海上丝绸之路的建立提供了经济基础。

在经济结构快速变化前提下，目前以微调、预调为特点的稳增长的宏观经济政策是有意义的。因为它是在给正在成长的“嫩芽”产业提供适宜的温度，避免经济大幅波动带来的暴冷暴热。一旦这些“嫩芽”成长为参天大树，中国将在一个新的台阶上领跑，并持续发展。

中国经济正处于从旧常态向新常态的过渡之中，正在迈向新的阶段，这就是2014年宏观经济运行给我们的启示。

第三章
金融的新常态



金融改革将有实质性进展

央行货币政策委员会委员、中国人民大学校长

陈雨露[注]

当前经济下行的迹象尚未发生根本性改变，稳增长的压力仍不容忽视。如何把脉当前经济形势？中国近期经济发展的关键点在哪里？新常态下，货币政策有哪些操作空间，有哪些“可为”与“不可为”？

货币政策操作新特征

当前，我国经济发展开始步入“三期叠加”的新常态。我国已经告别以高增长、高投资、高出口、高污染与高能耗为特征的旧常态，而“三期叠加”也成为新常态的关键特征。这种新常态对金融领域的影响比对实体领域的影响更大、更复杂，使金融业出现大量新情况、新问题，金融政策也需要直面这些挑战，并寻找到适合的解决之道。货币政策如何适应经济新常态，目前还处于适应和探索中，但就2014年以来货币政策的制定和实施来说，整体取得了良好的效果。

新常态的主要核心在于“三期叠加”，最大的挑战在于转型的挑战。具体看：一是经济下行压力较大；二是内生增长动力尚未显现，经济发展动力不足；三是部分行业产能严重过剩；四是转型期社会资源环境的整体约束问题依旧存在。

面对这些挑战，央行货币政策的整体应对还是得体的，在政策实施中也彰显了一些主要特征。一是较好发挥了政府“有形的手”的作用，在

经济平稳运行的合理区间内不搞强刺激，保持总体的平衡增长。二是坚持预调微调，保持货币信贷和流动性水平的总体合理稳定。三是积极发挥货币政策在结构调整中的重要作用。货币政策一般只是关注总量问题，不考虑结构问题，但目前世界经济出现了新的趋势，如欧洲也出现了结构性的货币政策。也就是说，在大的结构调整时期，尤其是金融危机后，结构调整任务繁重，仅靠财税政策不够，应通过信贷政策等手段来加以支持。对我国而言，发挥货币政策的结构性调节作用具有比较优势，但仍需探索、创新。四是货币政策与金融改革紧密相关。特殊时期的货币政策操作不仅让政府“有形的手”很好地发挥了作用，还对党的十八届三中全会提出的“发挥市场的决定性作用”的提法进行了很好的诠释。2014年以来，央行在推进利率、汇率市场化改革方面取得了不少进展。

总体看，当前货币政策整体着力不错。我们要咬牙坚持住，经济运行只要不超出预定区间，货币政策就不搞强刺激。同时，货币政策要与实体经济实现良性互动。由于2014年全年经济发展可能是“前低、中高、后缓”的发展趋势，四季度压力不容忽视，因此，货币政策微刺激仍要持续，而另一方面也要避免微刺激政策演化为强刺激。

把握经济发展的重要点和关键点

这个重要点和关键点应该是调结构。当前是调结构最为关键的时刻和最有希望的时刻。我们要考虑，如何使政策和调结构的中长期目标相结合。第一，要思考如何让产能过剩的行业和产业通过货币政策进行优化调整。途径包括并购，对产能过剩的行业进行优化整合，央行政策要鼓励并购贷款。第二，要思考如何支持高污染、高耗能过剩产业退市和不良贷款核销。第三，对于国内虽然产能过剩但“走出去”可以实现双赢的产业，要鼓励企业“走出去”，进行全球配置。就此，应有一系列激励配套措施，如人民币贷款、外汇贷款和债券融资等。

此外，在经济结构调整任务极为繁重时期，货币政策可以积极探索发挥对经济结构调整的作用，通过信贷政策的引导和支持，把资金引向更为关键的薄弱环节，如“三农”、小微企业、棚户区改造和企业技术改造等领域，直接支持结构优化调整。

融资贵问题的化解之道

融资贵问题，是当前经济发展过程中的一个主要矛盾，央行对此也想了很多办法。是什么造成了融资贵？一是目前的企业杠杆率比较高，风险溢价高；二是经济增长方式尚未转型，投资增长型的方式导致成本上升；三是企业财务的软约束；四是影子银行等业务导致资金成本上升。这些都是造成融资成本上升的重要原因。

化解融资贵的办法有三。首先，从货币供给上看，还要保持适度增长。其次，要严肃金融市场秩序建设，明确分清违规和改革的边界，对相关产品和创新进行合理监管。最后，对于贷款断档期问题，目前应推动银行续贷提前审核和循环贷款，同时积极做大做强直接融资市场，构建多层次资本市场，逐步降低企业杠杆水平。对于影子银行等相关业务，我们看到目前监管层也正在采取措施。随着金融改革的深化，相信融资难和融资贵问题会得到缓解。

利率、汇率市场化改革面临的挑战

对于利率市场化改革，市场呼声一直很高。业界认为，国内金融市场已经到了该统一的时候。但也存在争议，争议集中在有人担心利率市场化后，利率水平一下子上去了，成本更高更贵。那么，如何看这一问题？其实，有几个维度：首先，利率长期压低，不一定是好事，这样并不利于优化金融资源配置；其次，长期来看，利率市场化进程与利率上

升不一定必然相关；最后，利率是否市场化也不完全以政府的意志为转移。事实上，各种金融创新正在突破政策限制。因此，利率市场化恐怕是一个必然的趋势。

可以说，2014年是改革动员之年，整个国家都在积蓄力量，蓄势待发。预计2015年开始金融改革力度会加大，节奏会加快。利率市场化正在稳步推进，目前贷款利率已经放开，存款利率有望在存款保险制度推出后推进，或许2015年会有实质性的变化。

对于汇率，2014年以来人民币汇率双向波动幅度明显加大，能打击套利，对“热钱”有所抑制，且这种调整不受制于外界压力，自主性增强。未来，应将汇率改革与资本账户下人民币可兑换结合起来，借鉴发达国家开放保护型政策，积极而可控地完成这一改革。

未来，金融战略必须坚持改革发展导向，在去杠杆、去泡沫和回归实体经济过程中保持自身健康发展。因此，利率市场化、汇率自由化、资本项目的开放、多层次资本市场建设、多主体金融市场开放、非标资产的标准化和阳光化、地方债务与土地财政融资体系改革以及存款保险制度都应在未来有序可控地推出。同时在密切监控局部风险、时点风险基础上，建立健全宏观审慎监管体系，以防止局部风险向全局性风险演化、时点风险演化为系统性风险。在中国去泡沫和去杠杆的进程中，货币政策应当与宏观审慎监管高度配合，不宜过度扩张，也不宜过度收缩。流动性管理以及结构性管理工具需相机进行创新。

---

1. 《金融时报》记者牛娟娟采写成文。

中国金融改革关键：影子银行体系在线修复

国务院发展研究中心金融研究所副所长

巴曙松[注]

在中国经济逐步走向新常态的过程中，无论是经济增长动力的转换、经济结构的优化，还是去产能、去杠杆的进展，抑或是房地产市场的调整，都会直接影响到中国影子银行体系的风险状况。在这个动态的调整过程中，如何对中国的影子银行体系进行在线修复，通过金融改革促使影子银行体系为新的经济金融增长方式服务，同时平稳释放在旧常态中积累下来的金融风险，就成为2015年金融改革继续推进的关键所在。

从相对宽泛的角度看，只要金融监管存在边界，影子银行体系就不会消失。在追逐监管套利的内在动力下，影子银行与正规银行体系如影随形，此消彼长。金融体系中影子银行的运作流程、赢利模式和风险特征，不仅与金融监管密切相关，还与实体经济的融资需求、金融体系的融资结构以及金融工具的发展阶段等因素紧密联系。在金融管制严格、经济发展模式不平衡、融资渠道单一、金融工具匮乏的经济金融体系中，影子银行体系往往发挥了填补正规金融空白的重要作用，但同时会积聚经济金融结构不平衡的风险，成为金融系统乃至整个经济体系的风险隐患。因此，如何引导影子银行顺应当前中国经济转型趋势，在金融自由化和融资结构调整中平稳释放影子银行风险，实现影子银行体系的在线修复，将是2015年控制金融风险、促进经济转型的关键。

影子银行体系与经济金融结构之间的关系

从全球范围内来看，影子银行开始受到广泛关注，开始于金融危机爆发初期，这使得影子银行问题的探讨始终处于金融危机的大背景下，并带有一定的负面色彩。广义的影子银行通常是指受到严格监管的正规银行体系之外、提供信用中介服务的金融体系。然而，在不同的经济金融环境中，影子银行的运作流程、赢利模式和风险特征往往存在显著的差异。

中国影子银行体系的现状

从中国目前的情况来看，在存款利率、贷款规模、存贷比等金融管制并未完全放开的市场环境下，银行等正规金融体系难以满足快速发展的实体经济的多样化的融资需求，中国影子银行规模一度呈现快速上升的趋势。从社会融资规模的结构来看，根据中国人民银行公布的数据：2013年全年人民币贷款占同期社会融资规模的51.4%，同比下降0.6个百分点；与此同时委托贷款占比14.7%，同比上升6.6个百分点，信托贷款占比10.7%，同比上升2.6个百分点。其中，以委托贷款和信托贷款为代表的影子银行的增长较为迅速。虽然2014年增速有所放缓，但影子银行在金融体系中发挥的重要作用已成事实。

逃避金融管制、寻求监管套利是中国影子银行发展的内在动力之一。从正规金融机构的角度看，在存款准备金、贷款规模控制、存贷比要求、资本充足率等监管红线的限制下，银行虽然拥有大量存款却无法转变成贷款并实现收益，因此银行就有了将资金转移出资产负债表的内在动力，从而形成向影子银行体系的资金供给。从资金持有者的角度说，由于存款利率长期处于较低水平，资金提供者为了得到较高的收益选择将存款转移至理财、信托、私人借贷等影子银行体系，为影子银行体系形成了充足的资金来源，推动了影子银行体系的发展。

填补金融服务的空白是中国影子银行发展的客观需求。从资金需求来看，由于正规金融体系受到贷款规模、存贷比要求等监管要求的限制，银行信贷普遍出现规模偏紧的态势，特别是对于中小企业信贷供给严重不足，使其不得不通过影子银行等其他渠道获取资金。从资金投向来看，目前监管部门对正规金融体系拥有较为明确的信贷投向要求，例如对“两高一剩”行业贷款、房地产贷款进行控制，从而导致一些对资金需求旺盛且资金回报较高的行业转向影子银行体系，但同时也为影子银行体系带来了较高的潜在风险。从资金运用效率来看，影子银行在发放贷款的时效性、手续简便程度等方面都具有较大的优势，在很大程度上满足了企业生产经营对临时性资金的需求，也往往成为企业借新还旧的桥梁。

影子银行体系是经济金融结构不平衡的产物

金融危机爆发前，欧美发达国家金融自由化程度较高，经济金融结构呈现出金融脱离经济体系、进行自我循环的特征。在资产证券化、衍生产品等金融创新工具的作用下，投资银行、对冲基金、货币市场基金等影子银行体系将传统的银行信贷关系转变为隐藏在金融工具中的信贷关系，实现信用的高杠杆扩张，加重期限错配的程度，增加金融体系的杠杆。因此，欧美金融体系中的影子银行主要表现出过度杠杆化、严重期限错配带来的流动性不足以及低透明度导致风险被掩盖等风险。

与欧美发达国家的经济金融结构不同，中国金融体系存在较为严格的金融监管和管制，金融自由化程度较低，金融产品和工具相对简单。在这种经济金融结构下，影子银行主要表现为银行的部分表外和表表外业务、信托、担保、小贷公司等提供类信贷服务的金融机构，这些金融机构并没有使用复杂的金融工具无限制地放大杠杆，而是绕过贷款规模、存款利率等金融管制，向正规银行体系未能覆盖的实体经济领域提供金融服务、拓宽企业融资渠道，对正规银行体系形成补充。中国影子银行体系的风险也具有其独特性，体现为政府和正规金融机构对影子银

行提供隐性担保，投资者在获取高收益的同时享受了刚性兑付，而影子银行则由于道德风险的存在过度进行杠杆化，积聚了金融体系的风险，且与正规金融体系高度关联。

以投资为主的经济发展模式决定了当前中国影子银行体系的主要投向。影子银行具有天生的逐利性，其资金大多投向融资需求旺盛、短期资金回报率较高的行业。在依靠投资拉动经济增长的时期，固定资产投资，尤其是基建和房地产投资始终是经济增长的引擎，对影子银行资金的吸引也最大。从目前中国影子银行的主要投向来看，也主要是房地产和地方政府扶持的基建投资等。根据信托业协会披露的数据，2014年二季度，资金信托的第二大配置领域是基础产业，规模占比达23.10%，其中信证合作业务规模达1.11万亿元，占比8.88%。资金信托的第五大配置领域是房地产行业，规模达1.26万亿元，占比10.72%，相比2013年末小幅上升。

以间接融资为主的融资结构决定了当前中国影子银行体系的主要服务对象。银行在中国金融体系中始终占据绝对的主导地位，银行业资产占全部金融资产的比重超过90%，间接融资比重达80%以上。在这种以间接融资为主的融资结构下，银行成为企业融资的主要渠道。然而，由于信用风险高、抵押品少、道德风险高等因素的存在，中小企业很难通过银行进行借贷，而其他融资渠道又很匮乏，这就造成了小额贷款公司、互联网金融等影子银行体系多服务于这些具有一定融资困难，又不得不承受较高融资成本的中小企业。

以利差收入为主的赢利模式决定了当前中国影子银行体系在商业银行的积极参与下呈现爆发式增长。在利率管制的环境中，银行的赢利模式以利差收入为主，银行习惯于依赖规模的扩张获取利润。此时由于受到规模管制的约束，银行无法过度地放大杠杆、扩大规模，只能通过将资产转移出表的方式，这就为影子银行体系带来了巨大的资金来源、而影子银行则可以突破利率管制，实现资金价格的市场化。

经济转型趋势、金融结构调整对中国影子银行体系的影响

影子银行的运作模式在很大程度上是由经济金融结构决定的，而经济金融结构不平衡所蕴含的风险也集中体现在影子银行体系。原有的粗放型经济发展模式无法持续、国内外金融市场波动加大、金融自由化程度不断加快、金融监管要求不断提升，这些因素都对影子银行体系产生了较大的影响，极大地增加了影子银行体系的风险。

经济结构调整导致影子银行体系的信用违约风险上升

经济结构调整意味着经济发展将从投资驱动转向创新驱动，过去依赖房地产行业、地方政府扶持的基建行业的发展模式不可持续，影子银行过度投向的领域将面临较大的风险。

从房地产行业来看，二、三线城市的小地产商将面临洗牌，信用违约风险上升较快。在楼市调控的背景下，房地产公司难以通过传统信贷渠道获得稳定的资金来源，影子银行便成为房地产行业融资的主要渠道。近年来，房地产投资始终保持20%左右的较快增速，但从2014年开始，受人口红利拐点和房地产调控持续收紧的影响，房地产投资迅速下滑。中国的房地产市场正迎来新开工和销售面积的拐点，2002~2012年10年间房地产市场高歌猛进，销售面积每年大概10.5亿~11亿平方米，2013年销售面积达到13亿平方米，增幅达到20%，很可能成为中国房地产市场销售的天花板。新开工拐点的到来，在宏观上意味着短期房地产投资的下滑以及对经济贡献度的趋势性下降。在微观上意味着一批二、三线城市的小地产商将面临洗牌，向这些小地产商提供资金支持的影子银行体系将面临较高的信用违约风险。

虽然《预算法修正案》为地方政府融资平台找到出路，但影子银行

面临的风险仍旧存在。自2010年6月《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号）发布以来，地方政府融资平台的清理整顿工作取得了一定成效。但2012年以来，经济增长下行压力加大，基础设施投资对宏观经济起着关键作用，其融资负债态势呈现扩张趋势，并通过影子银行体系以更隐蔽、成本更高的方式进行。以2013年的审计结果为基础，2015年将会有1.9万亿的地方政府债务需要偿还，还包括3 198亿元的地方政府负有担保责任债务和5 995亿元或有债务。能否通过发行新的地方政府债券置换或者处置地方政府资产的方式，将这些存量地方政府债务进行清理将是问题的关键。

金融结构调整加大影子银行体系资金来源的不确定性

金融危机后，全球金融市场充裕的流动性、国内经济持续高速发展及居民的高储蓄率为影子银行体系提供了充足的资金来源。然而，全球经济还在艰难地寻求相对稳定的平衡，货币政策的分化还在持续，国际金融市场的波动日益增大；与此同时，国内市场面临经济周期的调整，宏观流动性的不确定性也在增加，从而对影子银行体系资金来源产生了较大的影响，成为影子银行体系的又一风险隐患。

国际金融市场的不确定性增大，加剧了新兴市场国家流动性的波动。首先，全球经济的不确定性有所增加。目前全球经济仍处于缓慢复苏阶段，高度依赖美国这一“弱复苏引擎”，虽然美国经济持续复苏，但经济结构的调整并不显著；欧元区经济持续下滑，结构性调整任重而道远，欧洲央行可能会展开新一轮的量化宽松政策；新兴市场国家受到经济结构自身问题和外部需求大幅下降的双重影响，经济不断减速。其次，全球市场的货币政策分化加剧了不确定性。伴随经济增长的回归及通货膨胀的回升，美联储有较大的可能退出宽松货币政策，与此同时欧洲和日本央行可能推出新一轮宽松货币政策，这在很大程度上加剧了全球经济体系的不确定性。而当前被美联储等央行出台的量化宽松政策抑

制的波动率，可能会由于美国宽松货币政策的退出，面临重新调整的压力，从而带来以波动率为基础的市场价格的波动。最后，美元升值带来新兴市场资本回流的压力，金融危机后，全球资金向新兴市场流动，由于美国经济的复苏及货币政策的调整，美元大范围升值的可能性较大，可能也会诱发新兴市场的资金向美国回流，加大新兴市场国家流动性的波动。

中国国内经济周期调整，可能会加剧宏观流动性的波动。影子银行的信用风险和流动性风险具有高度的顺周期性。在经济繁荣时，影子银行进入房地产市场和地方政府投融资平台等领域，进一步推高了资产价格的上涨，影子银行享受高额利润的同时进一步加大了杠杆，风险敞口不断增加，埋下了风险隐患；在经济萧条时，资金如果迅速从影子银行体系撤离，会引发资产价格快速下跌，影子银行出现资金链断裂，并引发风险的连锁反应。从目前的宏观经济数据来看，2014年三季度实际GDP增长率的年同比达到7.3%，经济增速呈现平稳下降已成事实，目前市场普遍预计2015年经济可能还会再下台阶，GDP增速将放缓至7%。影子银行在经济回落周期中，面临的信用风险和流动性风险将明显上升。

金融监管日益严格会在短期内加大影子银行运行的局部风险

国务院办公厅下发的《关于加强影子银行监管有关问题的通知》对国内影子银行体系进行了定义，从而拉开了影子银行监管的大幕。随着影子银行讨论的日益广泛，影子银行业务的监管也逐渐严格。银监会陆续下发的《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》《关于完善银行理财业务组织管理体系有关事项的通知》对理财产品投资非标类资产的比例进行限制，并对理财业务的风险隔离和内部组织管理体系提出了更高的要求。人民银行等机构联合印发的《关于规范金融机构同业业务的通知》规范了同业业务经营行为，在一定程度上切断了正规

银行体系与影子银行体系的关联。人民银行牵头下发的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》（征求意见稿），初步明确各互联网金融业态的监管分工，为后续互联网金融的监管做了铺垫。这些监管规则普遍依据"实质重于形式"的监管要求，要求被监管机构按照承担的实际风险计提资本和流动性缓冲，这些要求不可避免地对影子银行的信用扩张能力形成制约。然而，短期内这种约束可能导致非金融部门融资成本的上升，将引起企业还款能力差、信贷进一步收缩的恶性循环。

虽然影子银行在支持实体经济发展、丰富融资渠道等方面发挥了重要作用，但是在经济结构调整、金融体系不平衡、金融监管日益严格的大背景下，影子银行面临的信用风险、流动性风险都在不断上升，而影子银行与正规金融体系业务交织的特征又增大了风险传染的可能。在现有的法律和会计框架下，还有些影子银行的风险不能被有效地识别和监测，从而加大了监管和改革的难度，成为中国金融体系的风险隐患。

结合经济转型趋势和金融结构调整实现中国影子银行体系的在线修复

2015年将是经济发展模式从投资、出口拉动逐步转向消费、投资均衡拉动，金融市场化改革不断深入、拓宽直接融资渠道的关键一年，如何在防范影子银行风险底线的前提下，引导影子银行为经济转型和金融结构调整服务，在化解影子银行风险的同时构建新型经济增长模式和金融结构是实现中国影子银行体系在线修复，完成经济转型和金融自由化的关键。

打破刚性兑付，降低无风险收益利率，引导影子银行为经济结构转型服务

在经济转型的过程中，产业升级是重要的内容。中国经济目前正在

从依赖资源粗放投入的传统制造产业转向集约发展的一、二、三产业协调均衡的产业结构，普遍特征是从重资产转向轻重资产并存，从有形资产转向无形和有形资产并存，经济领域的这些动向产生了多样化的资金需求。应引导影子银行从高风险、产能过剩的行业中有序退出，以更大的力度投入中小企业，特别是信息技术、生物医药、节能环保等高科技产业，为技术创新型企业提供融资需求，为经济结构转型服务。

其中，最重要的环节之一在于引导影子银行成为直接融资渠道，打破刚性兑付，实现信用风险的合理定价，在降低无风险收益水平的同时，推动实体经济融资成本的降低。对于非银行金融机构来说，其融资的特点就是由投资人自担风险，非银行金融机构等影子银行的活动可以看作直接融资的一部分。因此，引导影子银行服务于直接融资、实现融资渠道的多元化，能够在为实体经济提供金融服务的同时，实现风险自担，有效降低影子银行的风险。

推进金融结构调整，逐步释放影子银行体系风险

在释放影子银行风险的过程中，需要把握风险释放速度和不刺破风险底线的平衡。目前，决策层已经陆续出台了相关的政策，引导影子银行逐步释放风险。例如银监会于近期发布的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》就是力求从根本上解决理财业务中银行的隐性担保和刚性兑付问题。2013年8月31日，历经10年曲折修订的《预算法修正案》落地，10月2日，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》发布，10月8日，《国务院关于深化预算管理制度改革的决定》发布，整体的方向是硬化地方政府的预算约束，这就要求通过发行地方政府债券的方式对原有影子银行体系中的地方政府投融资平台风险进行释放。在这些风险的释放中，一方面应积极推进相关高风险领域的退出，但其退出速度不能过快，防止在退出中刺破风险底线，产生资金链断裂，引发区域性或系统性风险。

在推进金融市场化的过程中，需要把握市场化推进速度和金融机构赢利模式转型的平衡，防范由于金融市场化加速带来的风险叠加。从银行的角度来看：一方面，利率市场化的稳步推进将改变原有依赖利差的赢利模式，存款面临较大的波动；另一方面，影子银行的监管加强将导致银行无法再利用资产出表的手段放大利差，获取高额收益。因此，有必要通过利率市场化等金融市场化的逐步推进，健全多层次资本市场体系，缓慢释放影子银行体系的风险，倒逼银行实现赢利模式的转型，服务实体经济的同时保持金融体系的稳定。

加强监管协调，提高监管规则的一致性和有效性

监管标准的差异、监管带来的合规成本过高，是影子银行进行监管套利的原动力。在目前中国分业监管的格局下，不同监管部门对监管范围内的机构和业务进行监管，由于缺乏监管协调，不同机构和业务的监管存在较大的不一致性，带来了巨大的监管套利空间。例如，当前券商和基金公司资产管理业务的监管要求相对较为宽松，而银行体系、信托类金融机构的资产管理业务监管较为严格；信托公司依赖的《信托法》与一般资产管理业务依赖的委托代理关系存在法律上的不同。加强监管协调，对于同类业务进行相同标准的监管，同时在制定监管标准时，分析监管导致合规成本的增加对金融体系乃至实体经济的影响，也将有利于防范正规金融体系向影子银行体系的溢出，避免系统性风险。

---

1. 作者与浙江理工大学经济管理学院副研究员朱元倩联合撰文。本研究得到国家自然科学基金（No.71403251）资助。

新的金融形态和信贷特征

中国农业银行首席经济学家
向松祚

2014年，我国的金融市场发生了很多重要的事情，其中三件非常具有里程碑意义。

第一件，中国政府主导和牵头成立了两家国际性的银行，成立了两家国际性的基金，分别是金砖国家银行、亚洲基础设施投资银行、金砖国家一级储备基金和丝绸之路基金。这件事情在整个国际金融体系的格局中具有划时代的意义，它表明中国已经正式开始参与改革和重塑国际金融和货币体系。虽然这只是一个开端，虽然要经过很长时间，也许要再过三五十年，但我相信2014年一定是一座非常重要的里程碑。

第二件，中国刚刚启动了沪港通，表明中国的资本市场对外开放，特别是双向的开放，确实迈上了一个新的台阶。中国金融市场走出去的步伐将进一步加速，人民币国际化的步伐也将因此而进一步加速。

第三件，阿里巴巴在美国纽约市场上市。这对于中国的很多投资者都是一个巨大的冲击。截至2014年10月，中国企业到海外融资和再融资的金额已经超过1 200亿美元，远远超过中国国内公司的IPO（首次公开募股）。为什么阿里巴巴上市是金融市场的一件大事，对我们有巨大的冲击？如果在20世纪90年代后期、新世纪初期，我们新的高科技公司跑到美国纳斯达克上市尚可以理解，十几年之后我们这些最具有成长性的公司还要远赴美国上市，我认为中国的资本市场监管部门、中国资本市场领导人是应该深刻反思甚至应该向国民做出解释的。如果中国的金融

市场不能够吸引全球最具有成长性的公司在你这里上市，你的金融市场有什么竞争力？

还有一件事情就是，英国政府宣布发行而且成功发行了人民币计价的英国国债，很多人认为这是中国的胜利，当然毫无疑问这是互惠互利的事情。但是，这是英国金融市场一个长远的战略布局。可以毫不夸张地讲，英国人在国际金融方面比我们更具有前瞻性，更具有战略判断能力，在很多指标方面伦敦是全球首要的金融中心。按照GDP衡量，英国现在已经是世界第七位，但是金融中心仍然是世界第一位，很多指标超过纽约。今天人民币要走出去，企业要走出去，金融要走出去，而资本市场却是如此缺乏创新缺乏活力，我们能真正走出去吗？这几个问题值得深入思考。

中国金融大战略的核心问题

我们现在开始迎来金融和财富的新时代。中国金融战略开始国际化，标志着中国金融市场开始国际化，也标志着中国的企业真正开始国际化，但是金融市场本身是不是准备好迎接这个国际化挑战了？这是一个巨大的问题。在全球经济和金融的大格局下，其实我们已经开始真正思考未来的金融大战略。

我们再看国际上在2014年发生了哪些非常具有重大意义的事情。一是，美、欧、日等主要大国的货币政策完全分道扬镳，美国开始退出量化宽松，而欧央行和日本正在大幅度加码量化宽松。另一件重要事情是，美国和欧盟对俄罗斯实行金融制裁，实际上已经对俄罗斯造成相当沉重的打击。尤其是在金融方面的制裁，使得卢布直线贬值，俄罗斯外汇储备、金融市场、通货膨胀都面临巨大的压力。欧洲人现在要让俄罗斯感受一下经典的最麻烦的金融政策难题：要想维持汇率稳定就必须加息，加息就要伤害经济；加息货币就要急遽贬值，从而面临恶性通货膨

胀，俄罗斯的基准利率已提升到9.5%，而通胀水平已经超过9%。金融的巨大杀伤力，特别是美元主导的全球金融体系对其他国家的巨大杀伤力，再一次让俄罗斯惨痛地承受了巨额损失。

中国的金融大战略要研究两个核心问题：第一个问题是，金融究竟如何服务我们的实体经济？第二个问题是，面向未来如何在全球范围之内分散经济和金融风险？党的十八届三中全会的重大决定其实在这方面做了非常系统的思索和部署，在所有的改革部署中，我个人认为对于金融改革的部署是全面、具体和详尽的。三中全会规划的所有改革中，可能最能够按时完成任务的是金融改革，而且现在取得比较好进展的也是金融改革，总共12条，非常具体。如果真正把这些改革推进下去，中国就会真正迎来一个金融新时代。但是我们必须警惕，股票注册制改革为什么迟迟推不下去？资本市场为什么搞到今天大家非常不满意？退市制度真正能够实行下去吗？党的十八届四中全会讲得很清楚，法律最大的尊严在于执行。退市能够真正实行下去吗？中国资本市场如何能够跟纽约、伦敦等国际资本市场竞争？其实，党的十八届三中全会的重大决定就是让配置在市场中起决定性作用。真正的企业投资，银行贷款的利率不是一个决定性的因素，在中国很多人把这个问题看错了，天天要求中央银行降息，天天抱怨融资贵。过去30年的经验数据表明，推动企业特别是新兴行业企业投资核心的是资本市场，而不是银行利率，不是央行降息就能推动投资，这个问题非常重要。如果资本市场不做好，没有竞争力，不是一个真正开放的国际市场，金融开放就是一句空话。

金融的市场化与国际化

以中国今天外汇储备的规模，中国完全可以左右很多市场的国际价格。这绝对不是虚言。但是由于我们体制机制上的障碍，4万亿美元外汇储备成为我们的负担，令人难以理解。如果我们能够大胆改变国有资产特别是改变外汇储备的管理模式，中国现在在很多金融市场上可以拥

有相当程度的话语权。但是我们做不到，高达接近4万亿美元的外汇储备只能被动去买美国国债。2014年，最新的数据增持美国国债的数量，中国排第二名，日本排第一名。如果运用恰当，这是中国最强大的武器。

金融机构的多元化，核心是风险投资基金、私募股权基金，包括对冲基金、共同基金、互联网金融。国家针对融资难融资贵的10条意见说白了就是要做三件事，第一件事是盘活现在的存量。怎么盘活存量？从银行来说，就是要把贷款从房地产等产能过剩的行业坚决撤出来，坚决要收，要削减。房地产公司的老板，说房地产对中国经济的贡献那么大，为什么要收？中国人民银行调查统计司的数据表明，房地产行业直接和间接对GDP的贡献已经非常大了，21%。但是房地产行业直接和间接拿到的社会融资是多少？占整个社会融资的42%。为什么要调整信贷结构？李克强总理反复讲调整信贷结构，调整信贷结构就是要有保有压有收有放。第二件事，搞直接融资。直接融资就是要靠风险投资、私募基金、股票上市、中小企业的上市直接融资。第三件事，是从根本意义上盘活信贷存量，而不是再疯狂增加信贷增量。很多投资人和企业家对中央的宏观调控政策方向理解完全错误，认为经济放缓就要降息降准，就要宽松货币。但是现在降息降准，增加货币供应量只会适得其反，不会产生任何好的效果。为什么2014年7月29日中央的宏观调控定了调，定向调控，不再搞水漫金山，不再搞一刀切的调控？我们现在的货币存量已经无比庞大，现在的任务是怎么盘活存量，盘活存量就要借用新的金融工具和金融手段。在利率市场化的背景下，中小企业特别是非新兴行业的企业融资难融资贵是一个常态。很简单，金融市场一定遵循风险定价的原则，就是基准定价+风险定价，中小企业很显然风险要高过大型企业。在利率市场化的大背景下，直接融资最好的办法，是找私募不要找银行，找银行一定融资贵，这个问题无论如何银行也解决不了。这次国务院办公厅发布《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》，10条意见中有6条是关于直接融资的。这是一个重大的根本性的变化。负债的市场化现在已经完成30%，按照中国人民银行行长周

小川的说法，两到三年内有望完成存款利率的市场化。存款和贷款利率全部市场化以后，金融产品、金融机构就会八仙过海各显神通，谁能够生存谁要灭亡、谁将繁荣谁要衰退确实由市场决定，这个变革是非常剧烈的。

汇率市场化的改革同样非常迅速，与人民币国际化和资本账户逐步自由兑换并驾齐驱。这几个方面，特别是沪港通的开通，会进一步加速人民币汇率形成，特别是加速人民币双向流动。现在有人推测，沪港通开通以后，香港人民币的存款在2015年一年内有可能翻一番甚至翻两番。现在人民币在香港离岸存款大概1.1万亿元，沪港通开通三年之内人民币在香港的存款可能会超过5万亿元，大体上相当于整个香港银行体系存款的一半。汇率市场化改革非常迅猛，当然与我们的国际战略和国内金融战略是紧密联系在一起的。

现在官方仍然不愿意用“人民币国际化”这个词，用的词是“人民币的跨境使用”。货币多合作、多变化，人民币的国际化进展超出很多人的预料。人民币国际化兑现上升为国家战略也超出很多人的预料。根据中国人民大学国际货币研究所最新的统计，到2014年10月份为止，人民币的贸易结算量已经突破了4.8万亿元，远远超过2013年4.62万亿元的水平。2014年，显然人民币的贸易结算总量会超过5万亿元人民币，意味着用人民币结算的整个中国的进出口的量超过22%，人民币已经稳稳坐定全球贸易结算第二大货币的地位，仅次于美元。但是在金融交易方面我们现在还排在第七位，国际储备货币、大宗商品交易、衍生金融交易、国际债券交易中人民币所占的比重微不足道。现在中国主要的银行都在探索在海外的离岸中心发行以人民币计价的债券，伦敦、法兰克福、首尔、新加坡、纽约、卢森堡等金融中心都在发行以人民币计价的债券，未来在海外投资有一个非常重要的渠道就是购买当地政府和金融机构，包括中国金融机构在这些金融中心发行的以人民币计价的各种债券，这些债券的收益率远远超过以当地货币发行的债券收益率。

中国农业银行前不久在阿联酋发行了10亿美元的所谓酋长债，几个小时被抢购一空，近期农行还要在其他地方再发行这样的债券。海外市场对人民币的需求，特别是以人民币计价的金融资产的需求量在迅速增长，超过了所有其他类型金融资产的增长速度，所以人民币的国际化进展是非常迅猛的。

另外，要进行国际区域货币合作。两个基金、两个银行是划时代的，这不仅仅是金融方面的，而且在国际政治、国际战略竞争方面也是划时代的。亚洲基础设施银行的进展之快很多人没有想到，因为这个想法最早是习近平主席2013年10月份在印尼雅加达首次提出来的，然后很快就组织了一些学者开始进行研究。最早的几轮讨论中澳大利亚非常积极，最早的两个方案也是澳大利亚提出的，而且这两个方案的主要内容后来基本都被采纳，但是在最近21个创始国签约的时候澳大利亚没有参加。西方媒体讲得很清楚，为什么没有参加？美国喊话不要参加，日本不要参加，韩国不要参加。一个国际机构的竞争都是如此复杂激烈。印尼也没有参加，最近又提出要参加，但是有一个条件，总部搬到印尼雅加达去。多边货币的合作特别是国际货币合作不简单是一个金融问题，更是一个国际战略和国际政治问题，背后的较量非常复杂。国际货币基金组织、世界银行、亚洲开发银行的谈判历史也非常复杂。中国需要有更宏大的眼光，需要有更多的国际金融战略家参与中国国际金融的发展。

财富新时代的五个特征

随着中国金融进入新时代，我认为中国的财富也开始进入一个新的时代，也就是说我们有一个基本的判断，中国经过30多年的发展，已经完成了初步的资本原始积累。从现在开始，随着中国金融的国际化，财富也出现了五个基本特征。

第一，多元财富时代。多元财富随着金融机构、金融产品多元化必然出现新的现象。

第二，理性财富时代。我们追求高额回报、高利贷的时代已经终结，不可能再有高额回报那种时代。

第三，专业财富的时代。现在全世界财富的主要表现形式是基金，各种纷繁多样的基金是财富的主要形式。基金财富的时代就是专业财富的时代，财富管理、资本管理会成为未来金融的主要发展方向。现在商业银行竞争的主要方向就是高净值客户和财富管理，这当然需要一系列的机制创新和产品创新。关键是怎么争夺并留住高净值客户，让他们非常安心地把财富委托给商业银行进行管理。

第四，个性财富时代。个性财富，即每一个人都需要根据个人偏好（或者用经济学术语来讲是代际偏好）来规划自己的财富，配置自己的资产，特别是财富的安全如何来配置，如何根据个性的需求来确保你的财富不仅资产组合是安全的，而且从法律上、税收上使其他收入也是安全的。

第五，全球财富时代。根据统计，到2014年三季度，中国的投资者已经成为美国和加拿大排名第一的海外投资者。在澳大利亚、新西兰、欧洲，中国都是头三名的海外投资者。所以，为什么最近中国政府宣布对海外投资99%松绑，这是今天财富形态的一个非常深刻的变化。

2015：风欲吹而猪不飞，牛欲静而风不止

民生证券研究院执行院长

管清友[注]

中国经济向何处去？这似乎是一个“分析师一思考，市场就发笑”的问题。且不说“十个预测九个错，还有一个是情景假设”，即便勉强“猜”对了开头，又有多少人能猜对结局呢？比如，有不少人预测到了2014年增长下行，但其中有多少人同时预测到股市这一轮波澜壮阔的行情？再换一个角度，有不少人预测到了下半年疯牛狂奔的奇观，但又有多少人能说清楚风从哪里来、吹到哪里去？难怪有人说，宏观分析已死，以后投资不必看宏观了。

短期来看，既然风已经来了，倒也不必再纠结这些问题。换句话说，身处风中不用再找风口，抓紧时间与牛共舞才是硬道理。但长期来看，除非长出了翅膀，否则疯牛不会一直飞，风停之日就是疯牛落地之时。那么问题来了，2015年风会不会停？牛还能飞多久？这就是民生证券宏观2015年年报所要回答的问题。

宏观展望：风欲吹而猪不飞

宏观分析并没有死，只是换了个活法。新常态之下，尽管波动越发频繁、变量越发复杂，但在过去两年里，我们还是能看到一个清晰的宏观经济和大类资产轮动周期。

2013年三季度：复苏阶段，股牛债熊。7月中央出手稳增长叠加房

地产上行周期，经济快速复苏，基本面改善带动股市走牛，而旺盛的融资需求则导致债券走熊。

2013年四季度：类滞胀阶段，股债双熊。经济增长放缓，通胀却显著上行，政策宽松受阻，流动性极度紧张。这种情况下股票市场和债券市场都没有机会，呈现股债双熊。

2014年1~5月：衰退阶段，股熊债牛。高利率压顶房地产，经济增长一度出现断崖式下滑，通胀持续走低，流动性出现衰退式宽松。和以往不同的是，中央并没有启动大规模刺激，而是以定向宽松的微刺激为主，强调保持政策定力，市场表现为股熊债牛。

2014年6~7月：伪复苏阶段，股牛债熊。6月初开始，中央连续释放微刺激信号，基建、财政支出在6月全面井喷，带动信用急剧扩张，经济出现短暂的伪复苏，再加上打老虎事件的提振，股市开始走牛，而债市则因为融资需求的短暂恢复而走熊。

2014年8月至今：萧条阶段，股债双牛。8月开始，伪复苏结束，经济和通胀再度下行。政策宽松力度随之加大，SLF、MLF、PSL、降息轮番上阵，流动性极度宽松，基本面推动债市再度走牛。股市虽然缺乏基本面的支持，但在货币宽松和私人部门资产重配的推动下，依旧走出了波澜壮阔的行情。

2015年的市场表现归根到底取决于经济周期的演进。我们的总体判断是，经济疲弱、通胀低迷和政策宽松的周期仍然会延续。房地产面临人口结构拐点和高库存重压，制造业受制于产能过剩、高杠杆和平淡无奇的外部需求，这些都给实体经济套上了沉重的镣铐。一方面，这些镣铐将继续阻塞货币宽松向信用扩张的传导渠道，加剧经济下行压力；另一方面，经济下行将反过来继续倒逼货币放松，而且在国际油价下跌、通胀走低的背景下，货币宽松也还有较大空间。综合来看，2015年的场景很可能是，货币之“风”欲吹而实体之“猪”不飞。

房地产的镣铐：人口结构和高库存

货币宽松——房地产销售——房地产投资——信用扩张——经济增长（上下游产业链+财政收入）的传导机制正在失效。

1. 人口结构拐点导致房地产需求高峰已过，仅靠货币宽松无法逆转。

首先，人口年龄结构迎来拐点，作为刚需主力的婚龄人口和作为改善性需求主力的劳动力人口趋于下降，而可能需要以房养老的老龄人口趋于上升。过去几年20~29岁的婚龄人口和15~64岁的劳动力人口持续上升是刚需旺盛的主因，尤其是20~29岁的婚龄人口，这主要对应的是1964~1970年和1985~1991年的两轮人口生育高峰。但由于70年代之后计划生育政策的影响，1970年和1991年之后出生的人数大幅下降，未来刚需高峰难以再现。根据我们的预测，20~29岁人口将从2013年的2.32亿降至2020年的1.79亿，到2025年进一步降至1.51亿。15~64岁人口将从2013年的10.06亿降至2020年的9.87亿，到2025年进一步降至9.82亿。

从国际经验看，劳动力人口的拐点一般与房地产市场的供需拐点极为接近，美国劳动力人口2007年见顶，房价2006年见顶。日本劳动力人口1992年见顶，房价1990年见顶。当然，由于房产税、城镇化率、杠杆率等方面的差异，中国不会简单地重复美国和日本的故事，但人口决定房地产需求却是永远适用的规律。

其次，人口区域结构迎来拐点，未来新增城镇人口带来的需求增量趋势性下降。按照常住人口计算，中国目前的城镇化率为53.7%，与美国、日本当时80%的城镇化率相比确实还有很大的提升空间。但考虑到中国可能已经度过农村劳动力无限供给的刘易斯拐点，未来城镇化的速度将会放缓。2010年人口普查的数据显示，目前农村的老年和幼年人口比例远高于城镇，全国有60%的老年和幼年人口在农村，40%在城镇，而劳动力人口则相反，60%在城镇，40%在农村。2010年新增城镇人口

达到2 466万的峰值，现在已降至1 929万。即便未来国家政策引导加快城镇化，2020年城镇化率能达到60%，新增城镇人口约1.4亿人，平均每年也不过2 000万，增量上与过去十多年每年2 120万相比明显下降。

除了刚需之外，很多人寄望于改善型需求的释放，但目前来看，中国的户均住宅套数已达到1.03套，人均居住面积已经达到33平方米，和其他国家比较已经不低。未来改善型需求的增量也应该是放缓的。

2. 房地产库存高企，即便房地产销售短期回暖，也很难带动房地产新开工和投资反弹。

2015年，房地产企业仍面临高库存的压力，扩大投资的意愿不会像原来那样遇火就着。

首先，过去降息刺激投资的条件是待售库存较低，但现在待售库存明显过高。截至2014年10月，全国商品房待售面积为5.8亿平方米，按照近12月的月均销售量，需5.5个月去库存化，而2012年7月降息带动投资反转时这个数字仅为3.5个月。2014年10月，十大城市商品存销比为13.3，2012年7月仅为7.6。

其次，除了高企的待售库存，目前巨大的在建面积存量也是阻碍房地产开工的巨大障碍。截至2014年10月，在建房屋施工面积49.2亿平方米，按人均33平方米计算可以满足1.5亿人的增量居住需求，说明过去几年的投资实际上已经透支了相当一部分未来的居住需求。

最后，政府棚改思路也在发生变化。为了减轻房地产库存压力，政府拟采用回购或回租成熟的存量商品房项目实施棚改。2014年的增量棚户区改造是投资的重要支撑，失去这个支撑，2015年房地产投资将雪上加霜。

综上，房地产投资起码在上半年还会继续低迷，即便下半年库存压

力短期下降之后出现反弹，高度和持续性也会非常有限，不足以倒逼政策收紧。

制造业的镣铐：产能过剩

企业对当下经济总需求的感知和未来预期是决定其产能是否扩张的重要因素。比如，当经济总需求处于上升周期时，供不应求使得企业的赢利能力上升和库存下降，对未来乐观的预期导致企业纷纷举债追加投资和扩张产能。当过多的产能投产之后，供过于求的局面导致企业赢利能力下降和库存上升，对未来预期的悲观使得企业纷纷减少举债和缩减产能，产能和债务危机形成，直至下一轮景气周期的来临。

2002~2013年，中国进入的是一个明显的产能扩张周期。金融危机前，产能扩张对应的经济总需求是房地产和出口；金融危机后，产能扩张对应的是房地产和地方基建。当房地产、出口和地方举债投资三条路都走不通时，产能开启了去化周期。但这一轮去产能是渐进式的，和20世纪90年代末相比明显滞后。90年代末固定资产投资增速曾连续9个月维持在10%以下，最低到了5.5%，而现在投资增速依然有16%，仍然大幅快于同期的名义GDP增速。这意味着去产能化远远没有到位。一个标志是PPI负增长至今已持续32个月，超过上一轮的31个月，而且跌幅还在扩大，如果去产能不加大力度，PPI转正仍将遥遥无期。

尽管中央自十八大以来加大力度去产能，但传统产业的产能过剩并没有明显缓解，甚至有所加重。根据央行公布的5 000户企业调查数据显示，设备能力利用水平从2013年末的41.2%进一步下降到40.6%，距危机前45%左右的水平仍有较大缺口。PPI已经连续32个月负增长，超过了90年代末的31个月。2014年发电设备的平均利用小时数大概在4 300小时左右，远低于2013年和历史正常水平。这些迹象都表明中国仍存在严重的产能过剩。

地方政府的镣铐：反腐和债务约束

货币宽松——预算软约束部门融资扩张——公共支出（基建投资）——宏观增长的传导链条也在失效。降息之后，具有中长期负债比重较大和预算软约束双重特征的城投和地方国企获益明显，降息有助于缓释存量债务风险，但降息对增量债务扩张的带动作用有限。

首先，反腐运动不会停止，地方主导的无效投资收缩，地方政府债务增速已大幅放缓：2014年6月审计署公布了《国务院关于2013年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，2013年6月至2014年3月地方债务余额的年化增速仅为5.05%，显著低于2013年6月末前的27%。

其次，2014年10月国务院办公厅下发的43号文强化了地方官员举债的机制约束，地方政府债务难以再盲目扩张。未来政府债务要纳入全口径预算管理，建立对违规使用政府性债务资金的惩罚机制，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则，硬化预算约束。地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，并追究相关人员责任。

最后，房地产投资热潮以及宏观经济的降温，导致地方政府的财力大幅受限。一方面，国家预算内资金增长持续放缓；另一方面，政府性基金收入增长也受到重创，其中主要是土地出让金下滑。2013年，地方政府以土地出让金安排的公共支出约占预算内财政支出的34%，2014年9月这个数字已经降至31%。

出口的镣铐：再平衡之痛

在国内万马齐喑的时候，如果外需足够强劲，也可以力挽狂澜。比如中国上一轮去产能周期之所以能完成速破速立，很大程度上是依靠外需扩张。一方面，外部欧美经济持续扩张，2000~2007年全球贸易年均增长7%；另一方面，加入WTO和人口红利导致中国出口竞争力飙升，

2000~2007年年均贡献19%。内外助推，共同创造了年均26%的出口增速。但今非昔比，内外环境已经发生根本变化，依靠出口部门创造信用扩张也不现实。

外部，全球贸易增速在2008~2014年间放缓至年均3%，2014年为3.8%，原因在于全球经济仍未完成去杠杆周期，经济复苏必然伴随着贸易再平衡。发达国家经济复苏的同时贸易顺差在大幅收窄，也就是说，发达国家的复苏是依靠增加出口、减少进口实现的。背后的原因是危机前积累的杠杆过高，透支了未来几年的消费能力，现在必须通过去杠杆提高储蓄率，导致其储蓄——投资负缺口（对应经常账户逆差）收窄，而这意味着中国的储蓄——投资正缺口（对应经常账户顺差）收窄。

内部，出口竞争力贡献在2008~2014年间降至8%，2014年为4.9%，原因在于汇率升值和劳动力成本攀升侵蚀出口竞争力，出口份额受到挤压。WTO红利正逐步被各国的保护主义代替，虽然加快自贸区谈判有助于对冲外部规则变化带来的压力，但汇率和劳动力成本却成为迈不过去的坎。2014年上半年央行好不容易通过大举干预把汇率打下去，但下半年汇率再次反弹，实际有效汇率一枝独秀。如果2010年的实际有效汇率为100，那么现在人民币升值22%，金砖国家贬值12%，其他新兴经济体贬值0.2%，日元贬值25%。而从历史上看，人民币汇率和出口有很强的负相关关系。2015年美联储加息预期升温，美元升值是大概率事件，人民币若不加快汇改，实际有效汇率还得继续强势，压制出口。此外，如前所述，随着中国迈过刘易斯拐点，农村劳动力转移逐步放缓，工资加速上涨，劳动力成本的比较优势加速丧失。

综上，预计2015年出口不会有明显改观，而是延续近年来的中速增长。预计增长8.9%，其中外部贸易贡献按照IMF（国际货币基金组织）预测的全球贸易增速4%左右，内部出口贡献按照近三年的均值4.9%左右。

通胀低迷为货币宽松扫除后顾之忧

货币宽松恐怕不能反转总需求的下行趋势，但当下的中国依旧可能出现需求下行和通胀上行同台的场景。两个原因：一是目前潜在增速尚未完成换挡，假设潜在增速的下行幅度超过了总需求，产出正缺口仍可能扩大，通胀仍可能上行。二是如果猪价和油价等供给端冲击过强，通胀也可能甩开总需求向上攀升。如果真发生通胀明显上行的情况，货币宽松必然会受到掣肘。不过，目前来看，2015年出现通胀大幅上行的概率不大。

判断2015年CPI最大的不确定性主要有两点：（1）猪周期能否带动CPI超预期上行？（2）国际油价大幅下跌，是否会使中国经济陷入通缩？

我们先分离2014年物价上涨的驱动因素。在12月CPI同比为1.4%的假定下，2014年全年通胀为2%，其中：翘尾因素为0.93%，新增涨价因素为1.07%。再进一步，从新增涨价因素分离出油价和猪价的影响。截至目前，2014年猪价和油价分别下跌–8.77%和–6.72%，分别拖累CPI新涨价因素0.1%和0.26%（根据回归分析，猪价、油价和新涨价因素相关系数为0.04和0.02）。扣除猪价和油价拖累以外的新增涨价因素为1.43%。

首先，关注或有的猪周期对2015年CPI的影响。

猪周期源于需求与供给的错位，需求回升、供不应求是猪周期启动的前提条件。供过于求致猪肉价下跌，养殖户大量淘汰母猪，但如果母猪存栏大幅下降，需21个月以上的时间才会形成生猪供给，一旦总需求回暖，供不应求会导致猪价上涨。

能繁母猪存栏大量下降不会引发猪周期。一方面，虽然2014年9月能繁母猪存栏量已降至4 479万头，低于上轮猪周期低点4 580万头，但

除5月猪价报复性反弹外，猪价旺季不旺预示着终端需求疲弱，但需求回暖而供给跟不上才是猪周期启动的前提条件。另一方面，自5月以来的生猪存栏量是上升的，赌后市的养殖户仍多，淘汰过剩产能任重道远。当前的能繁母猪下降对应的只是持续疲软的终端需求，考虑到经济增长难有改观，反腐不会停止，猪肉养殖寒意未尽。

按目前的猪肉价格估计，2014年猪价跌幅为8.8%，拖累CPI新涨价因素0.34%（猪价与CPI新增涨价因素相关系数约为0.04）。毕竟经历了可观的去产能化，2015年猪价继续大幅滑落的概率也不高，在养殖成本不变的前提下，假设2015年养殖户可以保持猪粮比价5.5的盈亏平衡，2015年的猪肉价格为每公斤22.5元，贡献CPI新增涨价因素0.29%的涨幅。

其次，我们关注另一个焦点问题，2015年油价对通胀有多少拖累？

2015年，国际原油市场仍将供过于求。根据EIA（美国能源信息署）测算，全球原油库存日均增加40万桶，考虑到页岩油的开采成本，下调2015年Brent原油价格预期至每桶75美元。

从需求端看，EIA下调2015年全球原油日均的需求预期至9 250万桶，较2014年日均需求仅增长110万桶。非经合组织国家日均需求增长100万桶，其中中国贡献了36万桶。经合组织国家中，日本因2015年核电站重启和煤、天然气发电量增加，原油日均需求减少12万桶，欧洲区域国家原油日均需求减少7万桶，美国原油日均需求增加16万桶。

从供给端看，EIA上调2015年全球原油日供给量预期至9 290万桶。OPEC（石油输出国组织）核心成员国沙特阿拉伯原油收入对其在全球原油市场的份额非常敏感，减产保价决心不强，利比亚日均产量已增至100万桶，因此，2015年OPEC原油日均产量仅减少15万桶。非OPEC国家2015年日均原油产量增加90万桶，其中美国因页岩油技术获得突破，2015年日均产量增加110万桶。

根据2015年Brent原油价格每桶75美元的预期，2015年原油价格的跌幅为28%。按照历史原油价格和CPI新涨价因素相关系数0.02测算，2015年油价下跌对CPI新涨价因素拖累约为0.56%。

再次，我们再来分析扣除油价和猪价以外的其他因素对CPI新涨价因素的影响。

即使考虑到2015年经济增长目标下调，我们认为假设其他新涨价因素2015年与2014年持平仍然是合理的。劳动力人口下降，国民收入分配开始往劳动力倾斜，即使经济下降，居民收入也不一定会下降。或者说，当生产率改善的速度跟不上劳动力成本上升，经济潜在增速是下降的，意味着更低的实际经济增速仍有可能高于潜在经济增速。

最后，看翘尾因素。

2015年的翘尾因素较2013年大幅降低。按2014年12月CPI按1.4%估算，2015年的翘尾因素约为0.31%，大幅低于2014年的0.93%。

综上，我们认为2015年CPI为1.5%左右，其中新增涨价因素为1.16%（猪价0.29% –油价0.56%+其他1.43%），翘尾因素为0.31%。低迷的通胀将为货币宽松打开空间。

市场展望：牛欲静而风不止

实体经济的猪不飞，央行的宽松之风不得不继续吹。而实体经济在重重镣铐之下，央行释放的流动性无法渗透到实体，金融体系流动性淤积，融资抵押和伞形信托的催化为股票市场提供源头活水。与此同时，企业资本开支意愿下降推动无风险收益率下行，经济下行导致刚性兑付被打破，沉积于房地产开工和地方基建的资金也在杠杆的助推下疯狂涌入股市。在央行、金融体系和实体经济三个风口的共同推动下，一场吹

往股市的台风就这样形成了。展望2015年，这场风还远远没有结束，“牛”欲静而风不止。

来自央行的风

当连续下调正回购利率和注入基础货币后，实体融资成本高企的顽疾并没有得到解决，央行直接祭出降息大招，开启了大风吹的新模式。降息继续压低无风险收益率和信用溢价，提升了股市相对吸引力。此外，降息降低企业财务费用，直接改善企业盈利，中长期负债占比高的企业获益明显。但降息以来，上证指数强势上涨18%，令央行货币政策面临了一个两难的问题，如果继续宽松，金融市场可能会产生泡沫，但就实体来说，房地产市场库存高企、企业资本开支意愿没有恢复，经济内生下行压力依然很大。

那么问题来了，来自央行的风会停止吹吗？我们认为央行的风远远没有结束，因为在经济下行时期宏观经济稳定仍是央行首要考虑的问题。

降息之后还有降息。存款利率上浮和一般性存款分流至高收益资产意味着本轮降息对银行负债成本下降的作用有限。如果银行负债成本不降，风险偏好收缩不改，银行仍会通过贷款利率上浮将成本转嫁至实体，贷款利率是否真的会降低还有待观察。如果贷款利率不降，也就很难化解存量债务风险和形成经济增量拉动。

降息之后降准也只会是时间问题。首先，外汇占款收缩，基础货币缺口压力巨大，维系高存款准备金率的必要性不足。其次，若存款准备金率不下调，一般性存款内生性增长会自动增加存款准备金的补缴规模，消耗约1.7万亿元的银行超额准备金。最后，若非存款类同业存款纳入一般性存款，剔除掉2.5万亿元的保险同业存款，存款准备金将多补缴1.3万亿元，需两至三次下调准备金率对冲。

降息之后定向宽松也不会停止。在房地产和制造业投资趋势性下行的背景下，为维系7%~7.5%左右的经济增长，基建投资需达到25%的增速。在财政支出15万亿元和政府基金性支出5万亿元的中性假设下，广义财政可为基建投资贡献6万亿~7万亿元，但与25%的基建投资增速需要15万亿元相比，仍存一定资金缺口。在中央财政受赤字率约束、地方政府开工被抑制的背景下，通过国开行再贷款或PSL等无须进入中央赤字的融资方式，依托中央信用稳增长实现温和去产能仍有必要。

央行的货币宽松会迟到但不会缺席。在产能过剩严重，企业债务率高企，实体融资难的今天，通过提高直接融资占比，打开注册制和国企整体上市的空间，对缓释债务风险、促进国企改革和经济转型大有裨益。此外，股权融资要优于高利率的非标债务，对于企业而言，前者可以有钱就分红没钱就不分，而后者则有巨大的利息刚性支出。因此，央行应该是乐见股市稳步上涨的，但忌惮的是大规模加杠杆使市场处于癫狂状态。预计在证监会逐步加大对两融业务的监管之后，稳定慢牛的资本市场会使央行货币宽松重新归来。

当然，尽管能被央行所掌控的基础货币是货币供给的源泉，但最终货币供给的形成需要通过商业银行的信用派生。如果银行受到外部监管和内部约束的制约，货币政策的传导机制会受阻，金融实体会冷热不均，来自金融体系的风也就因此形成了。

来自金融体系的风

从过去的经济旧常态看，由于地方政府缺乏有效预算约束、房地产处于长景气区间，相伴而生的是重工业产能野蛮扩张，在盈利和预算软约束的制度驱使下，实体经济永远存在信贷饥渴，银行体系的流动性也很容易作用于实体。间接融资主导和实体旺盛的融资需求会直接分流金融市场的资金，资本市场起舞主要走经济总需求扩张的逻辑，依赖的是会飞的猪。

在新常态下，财税改革和反腐纠偏地方政府的投资冲动、人口结构老龄化、婚龄人口见顶和过剩供给压制房地产新开工，重工业产能由不足转向过剩再转向去产能，实体信贷饥渴被抑制。漫长的去产能和新经济增长点青黄不接，银行更注重自身资产的安全性，流动性沉积于金融体系内部，实体金融流动性可谓冰火两重天，表现为：（1）非标转标，表外融资规模大幅萎缩；（2）表内信贷结构以中长期贷款（用于预算软约束部门债务展期和基建投资）和票据融资为主；（3）银行间市场流动性宽松，债券市场收益率平坦化下移（股票市场行情启动前）。

当券商面对越来越多的融资需求，可借贷资金不足，只能寻找长期稳定的资金来源。正巧碰到银行由于表外严监管和风险偏好收缩，失去了对非标和同业创新的兴趣，沉寂了大量的基础货币和理财资金，而债券市场的收益率已降无可降。在此背景下，券商将已有的融资融券资产向银行抵押融资，银行也将沉积的流动性和理财资金投入伞形信托投入股市，来自金融体系的风由此形成。

那么，券商和信托面对的越来越多的二级市场融资需求是从哪儿来的呢？

来自实体经济资产重配的风

过去几年理财产品、信托等影子银行的利率高企，很多信托理财产品收益率在7%~8%，甚至达到了两位数，由于刚性兑付的存在，也就成为了无风险利率，这成为过去几年压制股市估值和推高债券市场收益率的重要因素。

但伴随着无风险利率降低和刚性兑付打破，实体经济开启了资产重配。

过去推升无风险收益率的主要动力来源于预算软约束下过剩产能行

业、地方融资平台和开发商等资金黑洞不合理的旺盛信用需求。过去的高储蓄率为实体高投资率腾挪空间，但在人口红利衰减的背景下，储蓄率的高点已过。投资率、银行资产规模的快速扩张和储蓄率拐点导致银行不得不借道高息理财产品来争夺存款，负债端中资金来源不稳定的同业负债占比快速攀升，货币基金借力互联网技术也乘虚而入，全社会无风险收益率快速攀升。

正如前文所述，2014年由于房地产投资进入下行周期，中央铁腕反腐，国务院43号文强调债务考核机制，地方政府出现消极怠工减少了无效投资，过剩产能僵尸类企业资本开支意愿下降，实体的信用饥渴症被彻底抑制。这时候实体投资率下降的速度快于储蓄率，银行资产规模快速扩张的压力放缓，提供高息理财产品争夺负债来源动力减弱，全社会无风险收益率下降。

此外，由于刚性兑付被打破，投资者对理财、信托产品要求的信用溢价开始上升。新一届政府强调适应新常态，对经济降速容忍度提高，政府仅做到扩大基建投资稳住经济不过快下行，避免过去的“强刺激”。由于经济总需求萎缩，金融机构风险偏好下降，信用创造内生性收缩，产能供需的矛盾被进一步激化，工业产出和PPI跌幅扩大，非金融企业偿债能力和尾部风险上升。比如矿产信托违约频发，正是因为总需求萎缩，产能供需失衡导致煤炭价格持续下行，煤炭企业的现金流收缩严重，产品发行方刚性兑付的能力降低所致。

伴随着无风险利率降低和刚性兑付预期打破，投资者配置于信贷类理财信托的积极性在下降，债券市场收益率降无可降，如果考虑到蓝筹股的低估值（潜在的高收益率资产），巨量套牢于地方政府基建和房地产开发投资的资金开始涌入股市。巨量资金叠加券商两融和伞形信托加杠杆的煽风点火，A股的成交量轻松突破万亿大关也就不足为奇。

多个风口的合力共振造就了这样一场超级飓风：央行为防范金融风险，为改革创造时间和空间不得不采取货币宽松政策；实体经济下行压

力，央行释放的流动性无法依赖银行投入实体，金融实体流动性冷热不均，为融资抵押和伞形信托资金来源提供源头活水；企业资本开支意愿下降推动无风险收益率下行，经济下行导致刚性兑付被打破，沉积于房地产开工和地方基建的资金在券商两融和伞形信托加杠杆煽风点火下涌入股市。

风能吹多久？

来自央行、金融体系和实体经济的风共同造就了本轮牛市。羸弱的实体经济（更确切地说是旧增长模式的终结和宏观走弱）是本轮飓风的暴风眼。一方面，实体经济的疲弱倒逼央行宽松、金融体系流动性淤积、产业资本重配，形成股市的增量资金；另一方面，宏观疲弱反而可能有助于改善企业盈利，因为需求疲弱迫使企业减少投资和产能扩张，对资金、原材料等投资要素的需求萎缩导致原材料和资金的价格下跌（油价和利率），同时企业自身也更注重压缩成本，共同导致企业的成本端下行，推动企业盈利改善。当然，如果经济出现崩溃式下滑，需求端下滑过快，企业盈利也无法单纯依靠成本端的下降来实现改善。但我们认为，新常态下，中央将会加杠杆托住经济底部，使经济增速平稳下移，并在托底的过程中深化改革，这样一来企业盈利改善的逻辑就可以成立，在风口之下，市场也获得了基本面支撑。

加杠杆是这一轮牛市最重要的催化剂，这种杠杆基础上的牛市易涨也易跌。以伞形信托为例，一般的伞形信托会针对不同的杠杆率设置不同单元净值亏损的强制平仓线，这意味着当市场波动加剧，投资者将随时面临追加保证金和强行平仓的风险，而大量的抛压容易形成践踏效应，加速市场进一步下跌。因此，风究竟能吹多久无疑是投资者最关注的问题。

短期最大的风险当来自银监会和证监会监管层面。一方面，资本市场的狂热掣肘了央行货币宽松的空间，在实体经济下行和资产价格泡沫

的恐慌中使货币政策陷入两难之困；另一方面，市场非理性繁荣透支了未来的涨幅，可能导致注册制和国企改革方案尚未出台之前市场热度就已消散，这是政府不希望看到的。为了给央行打开货币宽松空间，让市场由不理性的疯牛变为慢牛，短期内可能会看到银监会和证监会对两融和伞形信托业务的监管。

中期看，最大的风险来源于实体总需求再扩张和资产价格泡沫导致融资利率快速上升。顺着前面提到的逻辑推断，当宏观经济变“好”的时候市场反而可能变“坏”。准确地说是如果宏观经济是依靠走老路变好的话，市场可能会变坏。一方面，老路意味着房地产和地方基建投资的再度扩张，无效的融资需求可能再度被点燃；另一方面，宏观经济的改善将会对央行的宽松构成紧约束。紧货币和实体信用饥渴将加快消耗基础货币，推升无风险利率，届时居民资产配置行为可能会再度逆流。此外，在产能过剩沉疴难愈、劳动力供给和财务费用的紧约束下，宏观总需求的扩张不一定能通过需求端改善企业微观盈利，但却会终结此前通过成本端改善企业盈利的过程。但如前所述，随着资本市场的狂热延续，实现相同预期收益率需要的资金量与日俱增。投资者决定融资买入份额，其原因是市场上涨的预期收益率高于融资买入的成本。当市场过快上涨耗尽预期收益率和推升融资买入的成本时，投资者会因此变得无利可图甚至是负利润，引发抛售潮。目前的市场上涨引发了银行间债市收益率陡峭化上移就应引起足够的重视。从历史经验看，哪天若瞧见10年期国债收益率被推到了4.5%，那么股票市场的“牛”也就该休息一下了。

附录

2015年中国十大金融猜想

巴菲特曾说过，未来唯一的确定是不确定。尤其是在中国从旧常

态向新常态过渡的特殊时期，要预测未来更是难上加难，因为一切规律和惯例都可能被打破，一切旧常态下的“不可能”都可能在新常态下发生。但作为一个市场研究者，预测是我们不可回避的天职。近期我们经过认真的讨论和筛选，总结出2015年最重要的10点判断，放在这里供市场和时间评判。

1. 经济增速不再死守7.5%，增长目标更具弹性。

2015年，经济增速目标下调是大概率事件。2013年不具备的下调条件目前已比较充分。

一是经济下行已有共识，保经济增长率7.5%难度加大。历史上中央曾在1998年和2011年两次下调增长目标，均是在经济下行压力之下“被动降速”。2013年底，我们之所以坚持认为目标不会下调，核心逻辑就是当时房地产还处于上行周期，经济还在高位，“主动降速”可能性不大。2014年情况完全不同，房地产持续低迷，经济一直在7.5%之下运行，全年可能在7.3~7.4%，下调目标顺理成章。

二是2015年的政策腾挪空间明显缩小。即便定向宽松也会对“总量”产生扩张效应，而总量的扩张存在天花板。内部看，债务压力有增无减，猪周期下通胀仍有隐忧，外部看，美联储启动加息，人民币汇率承压，这些内外约束直接压缩了2015年政策宽松的空间。

三是中央政策思路正在逐步适应“新常态”，其核心就是认清经济增速换挡的现实，容忍结构调整的阵痛，杜绝大规模刺激，以改革推动经济转型升级。

2. 美联储加息为美元升值推波助澜，全球金融危机第三波进入高潮。

2015年，美联储将启动加息，但具体时点不会像此前市场预期的那么早，最可能在年中左右。因为在当前通胀预期稳定、金融风险无虞的情况下，美联储没有动力过早退出，而且过早退出带来的强势美

元也不符合美国人的利益。但不管怎样，加息周期早晚要来，而美联储加息必然伴随着美国经济的加快复苏，这将导致国际资本加速从新兴市场回流到以美国为主的中心国家，全球资产市场将随之重新洗牌：美元将延续2008年以来的大升值周期，大宗商品将趋势性走弱，新兴市场等风险资产将继续价值重估。

美元升值、新兴市场重估的核心逻辑有两点：首先，金融危机之后，美国等发达国家启动再平衡，其核心是去杠杆，提高储蓄率，结果是储蓄——投资缺口和经常账户逆差收窄，这意味着新兴市场对发达市场的顺差将大幅收窄，对外贸易对经济的拉动作用将趋势性减弱。其次，危机后美国依靠制度、技术等核心竞争力优势率先内生性复苏，经济前景相对乐观。反过来，新兴市场国家在失去外需引擎之后，又饱受国内人口老龄化、资源瓶颈等顽疾的束缚，经济增长前景堪忧，这种基本面造成的劳动生产率的差异最终将造成美元和新兴市场货币的走势大分岔。

2008年以来的全球金融危机远未终结。我们可以把危机的传导划分为三波：第一波是始于中心国家（美国）私人部门的银行业危机，第二波是始于次中心国家（欧猪五国）公共部门的主权债务危机。而从2013年伯南克首次释放QE退出信号以来，金融危机第三波已经在外围国家（新兴市场）的对外部门拉开序幕。2015年，随着美联储加息周期的启动，金融危机第三波将逐渐进入高潮。

3. 反腐力度有增无减，依法治国加强机制化反腐。

党的十八大以来，反腐工作不断打破“惯例”和“禁区”。党的十八大之前5年查处的省部级以上官员共32人，而十八大以后已经有50多名省部级以上官员被查处，平均每个月查处两人以上，力度之大，有目共睹。

2015年反腐的力度或有增无减，相关的三公消费将继续承压。从长期看，反腐将配合改革成为中国经济的新常态，否则，今天倒下一

个老虎，明天可能有更多的老虎反扑。要想解除后顾之忧别无他法，只能继续改革、继续反腐，从人治走向真正的法治，让法律成为“打虎者”永远的保护伞，让“大老虎”无处可逃。正如王岐山就任中纪委书记之初所说：“坚持标本兼治，当前要以治标为主，为治本赢得时间。”

未来反腐无论是形式上还是实质上，中央都会尽力避免“运动式反腐”，倾向采用“法治反腐”。而“法治反腐”才是反腐治本的根本出路，不依法限权、依法问责、依法治贪，前期成果很难获得制度保障，“运动式反腐”只能带来旧病复发，甚至报复性反弹。纪检监察系统在党的十八大后地位凸显，权力扩大，四中全会之后，依法治国或有新突破，纪委的垂直管理体制有望加快推进，这有助于给反腐提供制度保障。

4. 改革从筹划期进入落实期，改革红利加速释放。

2013年是改革的酝酿期，新政府正式组建，党的十八届三中全会召开，全会《决定》作为改革的总体路线图与作为改革领导机构的中央全面深化改革领导小组同时浮出水面。2014年是改革的筹划期，各方开始细化各项改革的具体方案，自1月22日以来，深改组已先后召开了五次会议，对财税改革、司法改革、户籍改革、土地改革、文化改革等任务推出了具体的纲领性文件。全会《决定》提出的60项具体改革任务中，已启动了超过40项。

2015年将是改革从筹划到落实的关键年份。对于在2014年已经提交深改组审议的上述几项改革，推进速度将相对较快。考虑到2015年经济下行的压力依然较大，而且财政货币政策的空间相对有限，所以既能稳增长又能调结构的财税改革、土地改革等经济领域改革可能成为重中之重。比如，加快推进和规范地方政府债券，既能降低原本畸高的融资成本，优化债务结构，降低系统性风险，又能解决公共投资的融资瓶颈问题，助力稳增长。而对于目前尚未在深改组讨论的改革，有以下几项可能陆续跟进。一是金融改革，比如存贷比的调整、

存款保险公司、注册制、民营银行等。二是国企改革，比如国资委和财政部的权责有望更加明确，但在国资体制尚未梳理清楚的前提下，具体的试点推进可能存在难度。三是科技创新体制改革，中科院作为突破口已经率先行动，与此相关的事业单位改制也有望加速推进。

5. 房地产市场短暂回光返照，中央调控思路回归常态。

新一届政府对房地产的调控思路逐步明朗。一方面，不会继续把房地产工具化，所以必须保持政策定力，遏制投机需求，类似2009年那样的全面刺激（7折优惠+天量信贷）不会再现。但另一方面，房地产仍是中国经济的一个重要环节，不应把房地产妖魔化。前期地产政策有过紧之嫌，主要表现在限制了合理的住房需求（首套房和改善型住房需求），所以近期通过限贷调整等措施把这部分限制放宽在逻辑上具有必然性。

目前来看，限贷松动的作用似乎并不明显。地产销量没有明显改观，同比跌幅甚至有所扩大。但这一方面是因为2013年基数高，另一方面是因为最初新政细则尚未完全出台，购房者普遍选择观望，等待银行的具体优惠措施。

中期来看，随着政策放松力度的加大，2015年的房地产市场可能经历短暂的回光返照。首先，限贷松动的影响可能要大于限购松动，它将通过增加贷款配给、降低贷款成本、降低首付款等途径直接推动四季度地产销售环比改善。其次，银行专项金融债和抵押支持债券的推进也有助于降低银行的负债成本，增加配置房贷的动力。但房地产市场的回暖将主要体现在销量上，房价和开发投资仍难有实质起色，这主要是受制于库存高企、银行开发贷持续收紧、非标收缩等压力，这也将拖累总体经济和周期性表现。

长期来看，政策从过紧回归常态之后，非常规的大规模刺激政策不会再现。在人口老龄化、利率市场化、全球流动性紧缩、房产税及

不动产登记制度等向下压力，以及城镇化、资产增值要求等向上动力的交互作用之下，中国房地产市场将进入较长的盘整期。

6. 通胀高于2014年，但上涨压力依然有限。

预计2015年CPI同比增长2.4%，整体物价涨幅要高于2013年，但涨幅预计温和，全年的变化节奏上大致是“前高后低”。首先，从统计意义来讲，2015年的翘尾因素要高于2014年。其次，食品供给端（尤其是猪肉）仍在收缩，食品价格有潜在的上涨压力。最后，2014年四季度和2015年上半年的房地产还有经济形势，可能会好于下半年，经济总需求的变化节奏大致是“前后高低”。

预计2015年PPI将继续负增长。考虑到2015年经济目标会下调，工业品产能过剩形势严峻的局面并未改观，稳增长对PPI环比改善力度越来越弱，PPI同比转正仍需一定时日。相比于1993年“大破大立”去产能，虽然2013年以来部级和部级以上单位频发去产能文件，但由于本次宏观经济政策强调底线思维和严守系统性金融风险底线，去产能的力度总体温和于上轮，并没强制关停。这也意味着工业品达到供需平衡，PPI同比转正，需要的时间比上轮更长。

7. 中央加杠杆托底经济，信用风险引而不发。

中国全社会债务率约为210%，总量风险可控。结构上，中央和居民部门债务率偏低，仍有加杠杆空间。2015年，中央政府将会承担更多的责任，继续以定向宽松的形式支持中央稳增长项目加杠杆，为改革挪腾时间和空间。

外需和地产红利消退，加杠杆维持既定经济增长是必需，2015年全社会债务率继续扩张概率较大。变数是杠杆运用主体的效率能否提高：关注国企改革能否有效提振国企竞争力，关注地方不透明债务来源能否被有效约束。在举债限额控制下，允许地方政府自主发债，将一般债务收支纳入公共预算管理，剥离融资平台的政府融资职能，吸引社会资本参与基础设施建设是2015年地方债的发展方向。

信用风险引而不发是大概率事件，多数存量债务仍会保，以防范系统性金融风险。零星的风险事件可能会释放：一是经济下行，金融机构对私营部门的风险偏好将继续回落，关注私营部门的信用风险；二是中央对地方预算硬化和城投商业化转型，关注部分未纳入预算管理和地方财政实力薄弱的城投债信用风险。

8. 货币政策仍以定向宽松为主，或有降准。

2015年的货币政策预计以定向宽松为主。如果美元流动性回流的压力增大，存在着降准的可能性，但降准主要是为了对冲外汇占款的收缩留下的流动性缺口，并非总量宽松。预计2015年的货币政策仍将致力于实现总量稳定和结构优化的目标，全面降息的可能性较低。

首先，若美元强势，继续保持高位存款准备金的必要性不足。2015年，美联储加息，美元强势格局将确立。强势美元会降低私营部门结汇意愿。过去高位的法定存款准备金率是为了中和外汇占款引发的流动性过剩，外汇占款退出基础货币主要投放渠道也就失去了法定存款准备金率维持高位的意义。

其次，定向宽松仍有必要性。经济下行压力仍存，财政收入将继续弱增长，房地产下行趋势未变，土地财政收入不足。通过定向宽松，利用中央政府杠杆率低的优势，以政策性银行实施第二财政稳增长是为数不多的政策选项。

最后，若美联储加息，央行降息空间不大。2011年来，美国10年期国债收益率与中国10年期国债收益率保持150个基点的微妙平衡。考虑到2015年美元强势是大概率事件，中美利差压得过低恐引发资本外流。美联储加息将封杀中国央行降息空间。

9. 股市陷入持久战，结构性行情延续，全局性牛市难现。

2015年，在经济结构调整和改革转型的新常态之下，结构性牛市

未结束。但另一方面，在产能尚未出清、债务风险高企、外生动力匮乏的情况下，中国尚不具备全局性牛市的客观条件。股票市场仍以结构性的投资机会为主，以“新、中、国”和“三个代表”为主线的板块可能继续赢得超额收益。

“新”，就是不同于以往，不同于传统，新产业、新业态、新模式。“中”主要是中产阶级。随着中国人口结构、社会结构的变化，中产阶级的崛起会增加比如教育、医疗、卫生、养老等生活性服务业需求。“国”主要是国产化，对于在信息、军工、高端装备制造、船舶工程等领域，国产化是一个必然的趋势。

“三个代表”，代表先进生产力的发展要求，代表先进文化的前进方向，代表最广大人民的根本利益。代表先进生产力的发展要求体现为新技术、新标准和新模式。代表先进文化的方向体现在文化、娱乐、文学、文艺和新媒体等可放松管制的领域。代表最广大人民的利益，可关注大的市场，广泛参与、资源整合，而且是消费者主导的领域。

10. 流动性维持适度宽松，钱荒一去不复返。

预计2015年银行间市场流动性较为宽松，私营部门可能会感受到流动性紧张，但不会发生美联储加息，导致资本外流，进而引发实体经济和银行间市场均爆发钱荒的状况。

虽然外汇占款预计将继续退出基础货币的主要投放渠道，但外汇占款大幅收缩的可能性不大。即使美联储加息，全球宽松大潮也并未退去，欧元区和日本将继续维持货币宽松。若如此，即使美联储加息，其力度和幅度也会是温和可控的，过于强势的美元会损害美国企业的出口竞争力。

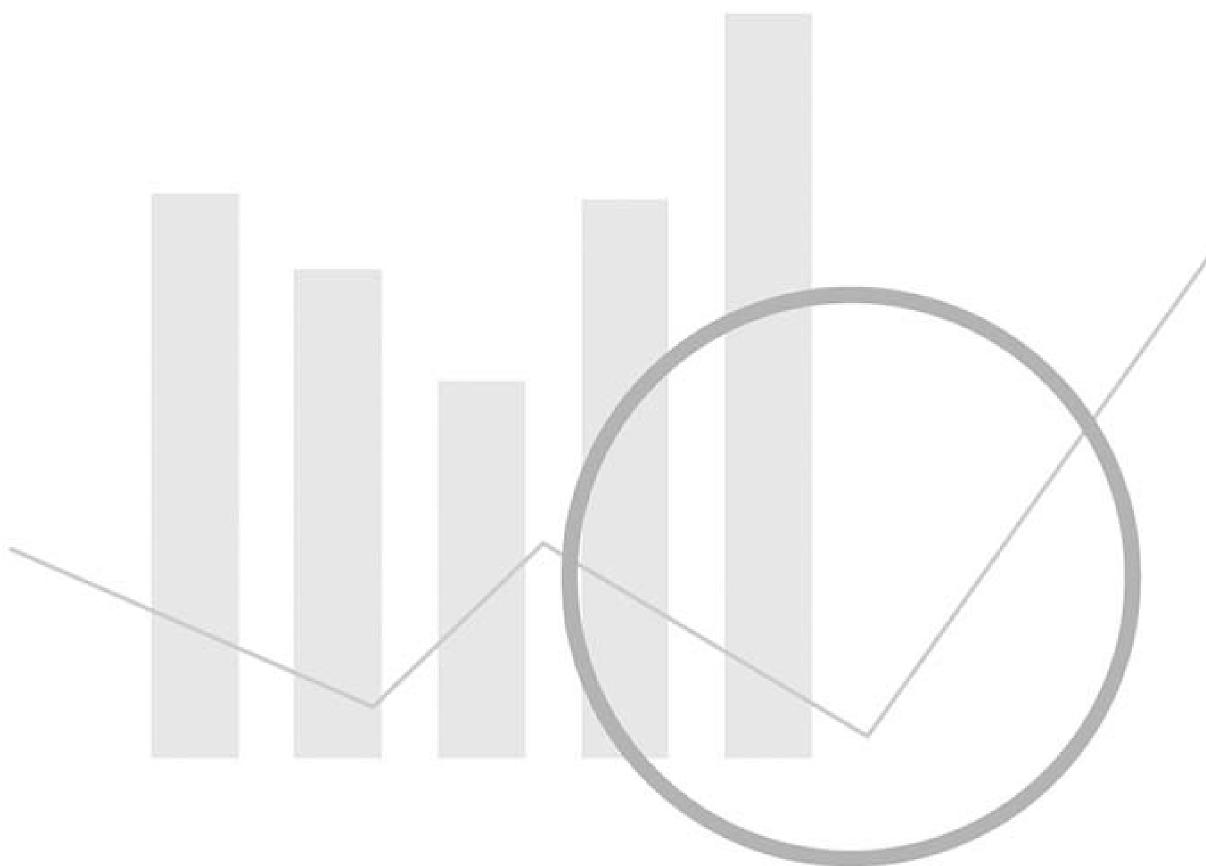
外汇占款收缩也不一定会引发钱荒。除外汇占款收缩外，2013年6月引发钱荒的重要原因是金融机构依赖影子银行导致其加杠杆速度过快。2014年经济放缓，影子银行规模收缩，虽外汇占款持续低位，

但不改银行间流动性宽裕的局面。考虑到2015年经济增长目标下调的可能性较高，房地产弱势格局难改，存款准备金处于历史高位，即使外汇占款收缩，也不存在钱荒发生的可能性。

但银行对私营部门的信用收缩仍需关注。经济增速下行、货币政策总量稳定的基调会引发银行对私营部门的风险偏好继续收缩，私营部门或出现不大不小的“钱荒”压力。

1. “民生宏观2015年年度策略报告”研究团队联合撰文，团队成员：管清友、张媛、朱振鑫、牟云磊、李奇霖。

第四章
风险的新常态



中国经济面临的六大挑战

中国人民大学国家发展与战略研究院执行院长

刘元春[注]

2015年将延续2014年中国宏观经济运行的逻辑。一是新常态的典型特征将进一步持续，二是2014年出现的新因素还将进一步扩张。但值得注意的是，新常态运行逻辑的延续并不是线性的，新常态在2014年的延续已经使中国很多宏观经济参数接近临界值，2015年中国宏观经济将面临更大的冲击，各类参数可能出现更多的变异和超预期的变化。这种判断成立的核心原因在于：

第一，2015年所进行的经济体制改革将是2014年难以比拟的，以财税体制改革、金融改革、国有企业改革为核心内容的经济体制改革将按照全面深化改革领导小组规定的时间表全面展开，这将是对传统社会主义市场经济运行模式实质性的重构和深化。

第二，房地产在政策常态化之后的调整幅度可能要大于2014年，对投资和消费的冲击力度也要大于2014年。

第三，工业低迷和制造业萧条的持续产生的负面效应可能会大幅度扩散，第三产业的景气状况可能难以持续。

第四，部分地方政府债务和部分企业的债务已经在2014年接近难以维系的临界点，2015年部分企业的倒闭以及部分地方政府财务困局的显化将成为必然。

第五，GDP增速与就业之间的关系已经步入一个变异区，随着服务

业、建筑业等行业景气的下滑和部分企业全面接近亏损点，现有的就业质量的恶化可能将转化为规模性的失业。

第六，宏观调控政策空间依然存在，但与大改革和大调整之间的冲突，使宏观经济政策难以寻找可以兼容的新政策工具和传导路径。

因此，2015年不仅是中国宏观经济新常态延续的一年，更是中国经济最艰难、挑战最大的一年。它将成为中国经济转型承上启下的关键年，重构中国新增长模式的攻坚年。

2015年新常态的六大挑战与变异点

2014年以来，很多宏观参数接连出现超预期的变异。例如，2014年1月市场利率的快速上扬、3月外贸数据的低迷、6月和7月信贷数据超预期的波动以及8月工业增加值和发电量断崖式的下滑。这些参数依次连续地出现超预期的变异，也许标志着中国经济新常态进入一个新的阶段。该新阶段的核心内涵就体现在它可能是风险的集中释放期、增速换挡的拐点期以及破与立转换的调整期。2015年将全面进入这个阶段，这决定了2015年很可能面临很多参数的超预期、大幅度的变化。

1. 由于工业萧条的进一步扩张、流动性回收的持续以及去杠杆与去产能的全面实施，中国第三产业难以维持持续景气的状态，2015年第三产业疲软很可能出现。

2. 在持续的价格下滑、成本上升以及去杠杆的作用下，部分企业的经营状况将面临突变的可能。

3. 在债务率持续上扬、利率水平居高不下以及国家收紧资金面等因素的作用下，借新还旧的“信贷投资驱动模式”必然出现拐点，一些金融参数波动幅度的加剧，甚至局部区域风险出现变异将是常态。

4. 失业数据的缺失使我们在判断中国劳动力市场发展的趋势时常常出现错误，不同数据的测算显示，中国就业状况不仅较为脆弱，同时也面临着突变的可能。

5. 在内外需疲软的作用下，通缩压力也可能全面上扬。

6. 房地产调整虽不存在崩溃性下滑的可能，但局部区域和市场结构出现较为激烈的调整依然是大概率事件。

2015年不同情形的预测与政策目标选择

2015年，中国宏观经济面临的挑战和变异点除了上述6个方面以外，最大的挑战和不确定性来自政府在大改革、大调整与稳增长之间的权衡。中央政府不同的目标取向将导致不同的改革模式和不同的宏观经济政策，进而导致2015年新常态呈现不同的内涵。

按照上述对于2015年的总体判断和分析逻辑，可把政府偏好分为三种类型——一是均衡取向，二是唯增长取向，三是唯改革取向——然后设定相应的参数对2015年新常态的运行模拟预测。

1. 均衡取向（即常态情形）。假定政府在促改革、调结构与稳增长之间保持较为平均的权衡，一方面保持现有改革与结构调整的力度和速度；另一方面使微刺激常态化，以确保不触及就业底线。其参数假设如下：（1）财政赤字率为2.3%；（2）M2增速保持在12.　5%左右，社会融资总额增速保持在11.　5%左右；（3）人民币汇率在加大波动中贬值1%左右。

2. 唯增长取向。房地产市场只出现轻度周期性调整。为了保证增长速度，政府没有继续推行较为激烈的改革，减缓了调结构的力度，并进行了更为宽松的宏观经济政策。主要参数假设为：（1）财政赤字率达

到2．5%；（2）M2增速和全社会融资总额保持在不低于12．5%；（3）人民币汇率在加大波动的同时，进行2%的贬值。

3. 唯改革取向。房地产调整力度大于2014年，政府坚持大破大立的思想，全面加大改革与调整的力度，“强监管+定向宽松+积极财政政策”的宏观经济政策定位进一步延续。主要参数假设为：（1）财政赤字率为2.3%；（2）M2增速为12%，但社会融资总额只保持恢复性增长；（3）人民币汇率在波动中保持相对稳定。

从预测结果来看，唯增长取向主要是担心经济进一步回落引发中国经济加速回落，从而导致中国经济的硬着陆，因此采取了更为宽松的货币政策和更为积极的财政政策，同时相对放弃了进一步推进2014年已经拉开序幕的大改革与大调整。其结果是：GDP增速维持在7.4%左右，CPI维持在2.7%左右，投资增速略有回落，而消费增速有所回升。出口在人民币贬值和出口促进政策的作用下出现小幅反弹，贸易顺差进一步扩大。

M2增速达到13%，而社会融资总额达到18万亿元左右，同比增速保持在12%左右。这些数字将使2015年中国经济保持相对祥和的景象。但是却存在几个十分严重的问题：一是国家债务率将在宽松的货币政策环境中进一步攀升，各类杠杆将出现反弹；二是已经开启的结构大调整将出现明显放缓；三是为了防止投资过度下滑，政府可能将给予房地产市场过度的支持，从而导致房地产市场的周期调整放缓，甚至出现逆转；四是汇率调整过度导致资本波动较大，在2015年美国非常规货币政策全面退出的时点上可能导致国内金融环境恶化；五是很多市场化和政府改革难以实质性地推出，特别是金融改革和财税改革可能在稳增长的取向中流于形式，从而错过目前大改革和大调整的战略机遇期。

唯改革取向带来的宏观经济运行状态与唯增长取向具有很大的差别。

一是政策定位具有十分重大的差别。唯改革取向基本采取“定向宽松+总量稳健”的货币政策，M2增速较2014年的增速回落1个百分点，但这与GDP增速基本匹配，与2014年的匹配关系相比略显宽松。与该货币政策相匹配的是积极的财政政策，但为了配合地方投融资平台改革以及财税改革的出台，财政赤字率较2014年的水平有所提高。

财政与货币相对宽松相对应的是强监管和金融改革的全面拉开，这将对资金市场造成收缩性的冲击。但这种冲击是改革必然付出的代价，同时也是结构调整的必然要求，即必须在强调较为刚性的市场约束的条件下进行结构调整。

二是GDP增速和CPI增速的差别很大。唯改革取向将导致GDP增速回落到6.9%，而CPI回落到1.8%。导致这种回落的核心依然在于投资出现较大的回落，达到了3.8个百分点。

三是进出口增速存在差异。这主要在于唯改革取向没有进行汇率贬值，也没有在稳外贸上出台新政策，同时由于去杠杆和去产能的进一步实施，国内企业的进口需求进一步低迷。

怎么来评价唯改革取向的宏观经济表现呢？可能的几个标准在于：第一，是否会出现大规模的失业；第二，在去杠杆和挤泡沫过程中是否导致系统性风险的全面爆发；第三，政府收入和居民收入是否出现过度下滑，从而引发行政与社会运行的系统性困难。

对于就业问题，如果我们采取线性思维的话，即假设就业弹性在短期变化不大，则GDP增速和企业利润率的变化对于企业雇用决策和企业生存不会带来突变。

根据均衡取向的政策定位GDP增速在7.1%~7. 2%区间。这对于就业有较为充分的保证，同时对于政府财政、居民收入以及企业利润的冲击并不十分强烈。因此，2015年以7.2%的GDP增速、2.5%的CPI、12.5%

的M2增速、1%的汇率贬值作为目标进行调整宏观经济是比较恰当的。

但是，在这种情形下依然要注意以下几个要点：

第一，如果依照底线管理与潜在GDP增速的测算方法都存在问题，中国潜在GDP增速是多少？中国就业——失业的阈值是多少？中国企业规模性的债务危机点是多少？这些问题的答案在目前结构大转型和制度大改革期间都具有强烈的不确定性。因此，我们只有在渐进修正GDP增长目标的过程中，不断试探和接近中国经济增长的潜在速度和各种底线。因此，中国宏观调控目标不能简单地、大幅度地、线性地进行教条式的修正。

GDP增速目标高于7%，还是低于7%？这需要我们逐步试错。

第二，均衡取向在本质上不能等同于中庸取向，均衡取向的本质是在强调底线管理基础上的改革取向。因此，把握2015年大改革和大调整的攻坚期和关键期依然是核心。

第三，改革取向在底线管理约束下必须强调改革的逻辑。不同改革的顺序和组合所带来的宏观经济效应是不同的，对于底线管理的冲击是不同的，所需要的宏观经济政策配合也是不一样的。例如在金融改革优先定位的时候，“定向宽松”的货币政策可以调整为“适度宽松+强监管”；在财税体制改革进程中，积极的财政政策不仅可以更为积极，同时应当考虑“赤字政策+宽松的改革专项转移”；在企业债务约束强化的同时，必须提前通过资本市场的振兴，强化债权向股权的转化，有效降低杠杆，才能实施全面的利率市场化，因此资本市场改革应当先于债券市场，债权市场改革应当先于利率市场化的彻底改革。在利率市场化全面推行之前，资本项目的完全开放依然是不可取的，同时汇率波动幅度的加大也是构建安全网的关键。

第四，房地产相对平稳可控的调整依然是实施均衡取向的一个很重

要的前提。在做好房地产市场应对预案的同时，应当相信中国房地产市场的整体抗压能力，防止房地产价格反弹比防止房地产价格下滑更重要。

第五，世界经济在弱复苏的基础上平稳运转，并保证出口增速也保持良性运转的平稳基础。因此，美国加息的时点和欧洲经济恶化的程度依然是中国宏观经济政策关注的焦点。

2015年是经济转型承上启下关键年

2015年将是中国大改革与大调整全面推进的关键年，也是中国经济新常态全面步入攻坚期的一年。新常态的四个典型特征将进一步持续，2014年出现的四大新因素还将进一步扩张，宏观经济将面临更大冲击，各类参数可能出现更多变异和超预期变化。增速持续下滑、结构持续调整、房地产进一步周期性调整以及改革力度全面提升，决定了2015年不仅是中国经济转型承上启下的关键年，也是新常态下最艰难的一年，必须在全面推进改革与调整的同时，加大底线管理的力度。

第一，在党的十八届三中全会和四中全会的引领下，中央全面深化改革领导小组将按照时间表全面展开经济领域的大改革，前所未有的改革力度将对传统的资源配置和经济增长模式带来深度冲击。2015~2017年是宏观经济运行的艰难期和下阶段经济增长点的培育期。

第二，房地产将在政策常态化之后步入全面调整期，其调整路径和幅度将成为2015年宏观经济景气的焦点。但由于房地产参数没有全面恶化，房地产政策的调整空间依然较大，2015年房地产调整的幅度依然在可控区间之中。

第三，“新平庸”（new mediocre）与“大停滞”（new secular stagnation）的世界经济格局将有轻度改善，从而成为中国经济增速稳定

的基础，并使中国外部不平衡的调整触底回升。但相对低迷的出口增速依然将对内部不平衡的调整带来持续压力。

第四，地方政府在新《预算法》实施、财税体制改革全面启动、地方融资平台调整和剥离、土地市场低迷以及考评体系进一步改革等因素作用下，将面临进一步的财政压力，地方投资将面临更大下行压力。

第五，部分国有企业、产能过剩行业的企业以及小微企业将面临赢利能力下滑幅度超过其承受能力的冲击，传统意义上的国有企业困境、银行呆坏账上升、失业问题显化以及第三产业景气状况的下滑将在新常态的新阶段出现。

第六，金融改革将与强监管一起推动我国经济去杠杆化，资本市场的改革和利率市场化的全面推进，不仅对于宏观经济景气具有十分重要的影响，同时也是我国经济去杠杆化得以推进的关键。

第七，投资下滑幅度的加大、消费的持续疲软、去杠杆和去产能的进一步实施，以及输入性通货紧缩的压力进一步强化，不仅将导致2015年GDP增速的回落，同时将使中国整体性通货紧缩的压力加大。

第八，强监管、定向宽松的货币政策、积极的财政政策、常态化的微刺激将在2015年进一步实施。改革的顺序对于宏观经济的短期运行依然具有决定性的作用。

在2014年GDP持续回落的基础上，2015年GDP增速将进一步下滑。预计2015年GDP增速为7.18%，经济回落幅度达到0.23个百分点，较2014年回落0.26个百分点有所收窄。

政策建议

2015年将延续2014年新常态的运行逻辑，但大改革与大调整的全面展开，将使2015年面临新的挑战和变化。因此，宏观经济政策一方面要配合改革方案的全面实施，不宜采取强刺激；另一方面也需要针对一些风险点和变异点，采取相应政策预案，强化底线管理，适度调整宏观政策的定位。

第一，宏观经济政策依然应当采取均衡取向，而不宜采取唯增长或唯改革的取向。2015年政府的目标应当是在坚守底线管理的同时，全力推进2014年已经开启的大改革与大调整，同时对于可能出现的挑战和变异点做出充分的政策预案。

第二，积极破除各种数字教条，一方面不宜过分看重传统宏观经济目标的设定，另一方面也不宜过度大幅调整宏观经济政策目标，而应当在不断试探底线的过程中逐步修正各种政策变量。

第三，要防止把均衡取向等同于中庸取向，尤其要防止利用稳增长的借口使改革和调整流于形式。均衡取向的本质是在强调底线管理基础上的改革取向。

第四，改革取向在底线管理约束下还必须强调改革的逻辑。不同改革的顺序和组合所带来的宏观经济效应是不同的，对于底线管理的冲击是不同的，所需要的宏观经济政策配合也是不一样的。

第五，为配合财税体制改革，积极的政策取向是2015年财政政策的定位。加快推广PPP和市政债等公共基础设施融资模式，通过引入社会资本，在利益共享和风险共担的基础上，缓解城镇化背景下地方政府基础设施建设需求增加与债务高企所引起的融资能力下降间的矛盾。

第六，稳投资在2015年宏观经济政策定位中十分重要。一方面要关注房地产投资和制造业投资下滑的情况，并适度加强以基础设施为主的公共投资力度；另一方面必须转化投资主体和领域，一是应当进一步出

台促进民间投资的各类政策，二是公共投资应当强化在公共服务领域的投入。

第七，为了防止消费下滑，进一步出台各类新促进消费的政策十分必要。通过补贴和转移支付等方式保证低收入人群的收入水平相对稳定，通过提高公务员工资来推动中国居民收入占比同等重要。

第八，通过社会政策托底，从根本上提高社会对经济增速下滑的容忍度，降低社会对刺激政策的依赖。

---

1. 本文节选自作者与中诚信集团执行副总裁闫衍联合执笔的“2014~2015年中国宏观经济分析与预测”报告。

你所需要了解的中国经济风险变量

国泰君安首席宏观分析师

任泽平[注]

2015年将步入增速换挡下半场的关键期，预示出清加快、政策宽松、利率下降、改革提速、风险偏好提升和股债双牛。

中国经济步入增速换挡期下半场：政策宽松、改革提速和股债双牛

2014年是十分不平凡的一年，具有转折性意义。2014年是自1991年以来近24年经济增速最低的年份，却是近5年资本市场表现最好的年份，也是各界对中国未来最充满信心的年份。这是为什么呢？中国经济在2014年发生了什么？

2014年中国GDP增速估计7.4%左右，比上年下降0.3个百分点。2010年至今，中国经济增速已经连续5年20个季度下滑，这在过去20多年十分少见（仅1992~1996年发生过）。

从实际观察看，中国经济此轮减速可能主要是结构性和体制性的：支撑原先高增长的动力结构发生了系统性的重要变化，刘易斯拐点和房地产长周期峰值到来，中国经济正在进行增速换挡和结构转型；市场本该结构性出清，却由于体制性障碍难以实现，隐性担保风险泛滥导致资金错配，无效融资需求膨胀推升无风险利率。

按照政治经济学思维，在政治领域，2014年发生的最重要的事情是市场观察并确认了新一届中央领导集体在“打虎”反腐、锐意推动改革等方面的勇气和决心，说了算定了干，因此恢复了对中国经济社会未来发展前景的信心，提升了风险偏好。

在经济领域，2014年发生的最具历史性意义的事件是自二季度开始的房地产长周期拐点到来，标志着中国经济步入增速换挡期的下半场，预示出清加快、政策宽松、利率下降、改革提速、风险偏好提升和居民大类资产配置行为变化，并进而预示着资本市场开始由熊转牛。

2014年长周期需求达到峰值，并叠加利率市场化引发的抵押贷压缩，导致了房地产长周期拐点的出现。从需求看，2014年前后20~50岁主体置业人群达到峰值，进而人口周期决定的房地产长周期峰值到来。从供求格局看，目前我国城镇户均住房已达到1套左右，虽然存在地区间的不平衡，但总体上房地产市场已由供不应求向供求基本平衡、快速发展向平稳发展阶段转换。

从结构看，目前中国首次置业和改善型需求的年龄段人口分别约占全部购房年龄段人口的1/3和2/3，中国房地产市场正逐步由首次置业向改善型置业、新房市场主导转向存量房市场主导的阶段转变。这也就意味着，房地产建筑周期的峰值已经到来，至于价格，还会受到金融政策（首付比、抵押贷款利率打折）影响。

未来的房地产市场将跟过去有很大不同，过去销量、价格、土地购置、新开工、投资等主要指标同涨同跌且依次传导，但未来主要房地产市场指标将可能明显分化，有可能新开工和投资下降，但价格平稳或大涨大跌。

除了长周期拐点，2014年初，利率市场化催生的货币市场资金规模膨胀推高了银行负债端成本，银行主动压缩了抵押贷投放。长短因素叠加共同导致了居民对房价长期上涨预期的改变，并调整了大类资产配置

行为。

房地产长周期拐点到来之所以被我们作为逻辑推演的出发点，是因为房地产太重要了，它不仅是上一轮经济高速增长的引擎，而且是当前增速换挡的触发因素，当居民由住行消费向服务消费升级时，经济将自然减速。经济史上有名言，“房地产是周期之母”、“十次危机九次地产”。通过比较就可以了解房地产的重要性。

从存量看，房地产资产市场规模是股票、债券、黄金、收藏品等资产市场规模的若干倍，考虑到房地产是高杠杆部门，房地产市场和抵押贷市场合计的资产规模更大。

以中国为例，北京大约500万套商品房，房地产市值20万亿元左右，北上广深合计在80万亿元左右，全国房地产资产市值至少200万亿元以上，是股票市场的7倍，债券市场的6倍。以全球为例，据估计，房地产资产市场规模是债券市场的2倍，股票市场的3倍，黄金市场的60倍，收藏品市场的500倍。

从流量看，房地产投资是其他投资难以比拟和对冲的。2013年中国房地产业投资规模为11.1万亿元（2014年将超过12万亿元），占全社会固定资产投资的26.6%。由于地产投资链条长、带动能力强，与地产投资相关联的投资合计估计占全社会固定投资的40%左右，而所有的基建投资加起来占20.4%，所有的制造业投资加起来占34.7%，所有的其他服务业加起来占12.6%。而且房地产投资是终端需求和发动机，基建和制造业投资则是引致需求。

2014年房地产长周期出清调整开启，成为打破国民经济旧循环困局的突破口，产生了五大涟漪效应：房地产长周期调整预期倒逼重化工业过剩产能出清加快、宽松政策频繁出手对冲房地产投资下滑、三大资金黑洞收缩无效融资需求导致无风险利率趋势性下沉、财税改革提速应对土地财政坍塌、居民大类资产配置从商品房和理财市场转战股票市场。

出清加快、政策宽松、改革提速、利率下降和资金流入造就了2014年股债双牛的局面。

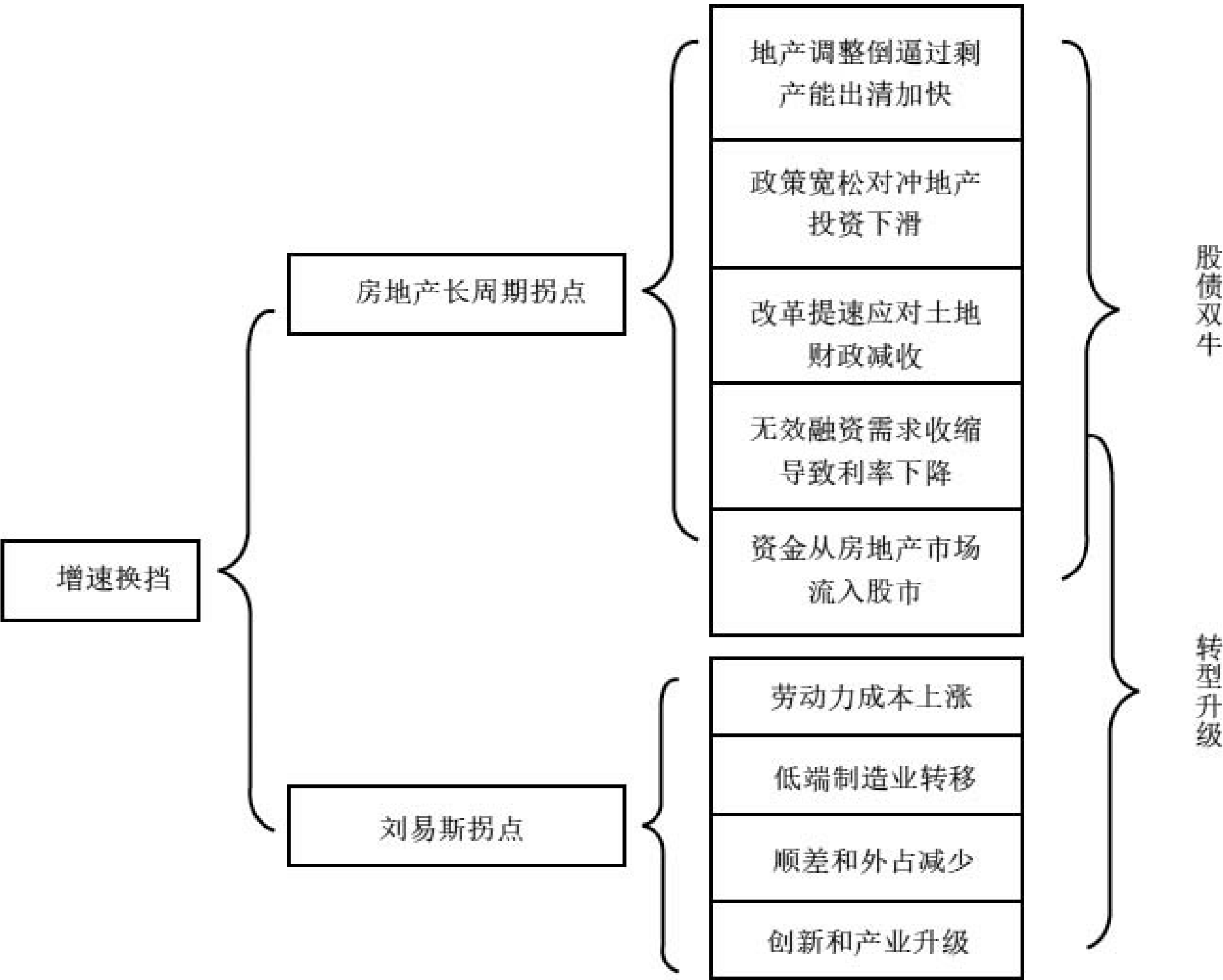


图4–1 宏观经济和资本市场运行的逻辑：改革转型和股债双牛

数据来源：国泰君安证券研究

以房地产长周期拐点到来为标志，中国经济步入增速换挡期下半场。未来中国经济和资本市场的阶段性特征，类似日本1975~1980年、中国台湾1986~1990年、韩国1999~2006年在增速换挡期下半场的表现，如果跟自身比，类似中国在1996~2000年的表现。这些都属于典型的“转型牛”而非“周期牛”，主要是分母驱动的，而不是分子驱动的。“周期牛”的演进规律是政策底→市场底→经济底，“转型牛”的演进规律是改

革底、无风险利率顶→市场底→经济底。无风险利率下降提供了牛市催化剂，改革提升了风险偏好。

2015年中国经济向何处去？

沿着2014年经济和资本市场运行的逻辑，我们推演这一逻辑在2015年的演化，判断逻辑被加强还是被破坏。

2015年将步入增速换挡期下半场的关键期。预计GDP增速由2014年的7.4%缓降至7%左右，接近但还未达到新常态，地产投资下降至5%左右，过剩产能出清加快；物价环境整体仍处于通缩；财税、国企、社保、土地等改革提速，新《预算法》实施；货币政策有定向宽松转向全面降准降息，财政政策将变得更加积极；无风险利率进一步下降，股市的估值中枢进一步提升，股债双牛，但债不如股，继续牛市思维。

有可能破坏上述逻辑的风险变量来自：改革遇阻、经济失速、金融风险爆发、刺激过度和地缘政治。

经济走向：出清加快，接近但还未达到新常态

“新常态”是指经济转型基本完成后，经济发展进入一种可持续、相对稳定的新状态。

中国未来新的经济增长平台可能在5%左右，且新5%比旧8%好。原因有二。

一是国际经验。德国、日本和韩国在人均GDP 11 000国际元附近，经济增速平均从8.3%降到4.5%，降幅在50%左右。2013年中国人均GDP6　700美元，按照购买力平价为9　800国际元（1990年G-K国际元），相当于德国1968年、日本1970年、韩国1992年的水平，进入了增

速换挡的收入阈值区间。

经济增速换挡的驱动力来自供给侧刘易斯拐点的出现和需求侧房地产长周期峰值的到来。中国经济在2008年前后越过了刘易斯拐点，并且在2014年到达房地产长周期峰值。

二是中国现实。从近年增速换挡的进展看，中国经济正在向5%的中速新常态过渡。市场化程度比较高的出口已经由过去20%以上的增长调整至5%~10%的新常态；房地产投资正在调整，预计将由过去20%以上的增长调整至5%左右的新常态；只有基建投资为了稳增长需要，仍然维持在20%以上的增长，预计未来将调整至10%左右的新常态；消费增速将由过去13%以上的增长调整至10%左右的新常态。

三大需求名义增速再扣掉3个百分点的价格缩减指数，测算下来，新常态下中国经济新增长平台在5%左右。预计如果房市能够软着陆，改革能够推动，中国经济有望成功实现增速换挡，从而步入可持续增长的新常态。

“新5%比旧8%好”，是指未来通过改革构筑的5%增长平台比现在靠刺激勉强维持的7%~8%增长平台要好：旧增长模式打破了，无效融资需求中断了，利率下来了，产业升级了，企业利润上升了，股市走牛了，居民生活改善了，政府威信提高了。增长动力破旧立新，增长模式从速度效益型升级到质量效益型，步入繁荣稳定可持续的新常态。

2015年，中国经济正在接近但还未到达“新常态”。

GDP：2015年GDP增速的预期目标预计将设定为7%左右（2014年12月中央经济工作会议设定，2015年3月上两会），主要考虑兜住就业底和金融风险底，年底官方公布数据可能会偏高一些，在6.8%左右，实际微观感受6.5%左右（2014年预期目标7.5%左右，年底官方公布数据7.4%左右，实际微观感受7%左右）。

2017年前后，随着改革实质推进，新的增长动力结构逐渐构筑，中国GDP增速有望达到5%左右的新平台，从而探明底部。

地产：2015年经济形势的关键还是房地产，2014年房地产业投资规模超过12万亿元，其他投资难以长期对冲。人口周期决定的房地产长周期峰值到来，“9·30”救市政策相当于给居民加杠杆，实质上是透支2016年需求，房市企稳的基础不牢，未来经济可能有隐忧。

投资：地产投资5%，比2014年下降6.5个百分点，进入新常态，去库出清加快；为了对冲地产投资下滑，基建投资加码，增速至25%，比2014年加快3个百分点；制造业投资受出口企稳带动，增长13.5%，基本与2014年持平。

出口：增长6.5%，与2014年持平，进入新常态。

通胀：未来物价形势主要矛盾在通缩而不是通胀。因此，降息降准在中期是可期的，也是合理的。

货币和赤字：考虑到货币和财政政策比2014年会更加宽松，预计M2增速12%，社会融资17.4万亿元，社会融资增速13.2%，财政赤字率由2.1%提高至2.6%。

风险：改革遇阻、经济失速、金融风险爆发、刺激过度和地缘政治。美元持续走强之后全球大类资产配置发生变化，资本从欧日和新兴市场流出，那些脆弱链条上的高杠杆部门和地区可能承受不住资金紧张的考验。美国一体两翼战略的推进、欧美制裁俄罗斯、石油战争等地缘政治因素会带来不确定性。

宏观调控：从定向宽松到全面降息降准

目前社会各界对宏观调控的看法有分歧。

第一种是对立派，认为不能降息降准，把降息降准和改革绝对地对立起来，认为政策宽松是反改革的。我们认为，在谈宏观调控取向问题时，首先要弄明白什么是宏观调控？宏观调控的功能是什么？宏观调控能解决什么问题？政策工具的优劣是什么？

宏观调控本身是反周期的，是为了熨平经济波动，同时，在转型期，宏观调控又要与改革相互配合。改革所需要的环境应是偏中性的，经济好改革动力弱，但经济太差又会忙于救急。

当前中国经济处于转型阵痛期和通缩期，因此，适当的降息降准是为了应对衰退和通缩，只要把握好度，是为了兜底而不是为了刺激，与改革不矛盾；但如果力度过大，不是为了托底而是为了推高，则就变成了刺激。

第二种是定向派，认为应通过定向调控，精准发力。我们认为，货币政策定向调控是反市场经济的，是市场经济体制前进道路上的一种倒退，定向调控相当于央行指挥商业银行的放贷行为。计划经济是最具有定向调控和精准发力特征的，最终崩溃了。

第三种是放水派，认为中国此轮经济减速主要是外部性和周期性原因，应实施凯恩斯刺激，大规模全面降息降准。我们认为，放水派对中国经济改革转型的大背景缺乏认知。

第四种是相机抉择派。我们认为，2010~2014年改革动力不足，旧增长模式拒绝出清，宏观调控应中性偏紧；但是，2014年以房地产长周期调整为标志，中国经济已经进入增速换挡期下半场，出清去杠杆加速。我们认为此时应该相机抉择转向全面降息降准，但是一定要把握度，争取使宏观环境处于中性。

预计2015年货币政策将逐步从定向宽松转向全面降息降准，其中降准的空间比降息大。2015年财政政策有可能会转向实质上的“积极”，加

码基建投资。

改革走向：左右两派再度交锋，从方案准备到落地攻坚

改革是政治经济学，“习近平政治经济学”应时代而生。习近平政治经济学，体现了以习近平为总书记的新一届中央领导集体治国理政思想。总目标是完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化；在政治上，强力领导、从严治吏、依法治国；在经济上，尊重规律、推动改革、守住底线。

2014年二季度以来，经济增速平着走，但股市走出一轮牛市，上证综指涨幅近20%。市场为改革点赞，炒作改革主题。三季度全球金融市场动荡，欧美和新兴经济体股市普遍大幅回调，但是中印股市表现强劲，为两大亮点，两国都展现出了改革决心，经济基本面稳健。

近期市场对当前改革的评价较高：说了算，定了干！

新一轮改革的时间表和路线图：以财税始，以国企终，核心在财税、金融和国企三大改革，其他改革为配套。

财税改革想得最明白、推进最迅速，当然，也可能是因为土地财政难以为继倒逼，共识和紧迫感强。目标要求在2016年前把攻坚战打完。预计后面会出台地方性债务清理处置剥离的具体实施细则。

2015年1月1日新《预算法》实施，地方举债于法有据，到2015年12月份地方融资平台将清理整顿完成，用地方债化解存量债务。《环境税法》《消费税法》《房产税法》等税改将推进。

市场对国企改革期望高，甚至认为是最大改革红利。但最终结果“左”一点还是“右”一点，有待达成共识。国企改革还需要就功能分

类、混合所有制等重大关键问题统一共识，整体方案还需要进一步完善。2015年推进力度有望比2014年大，提升国企治理效率，涉及百万亿元国有资产的价值重估。

金融改革推进稍显滞后，“一行三会”尚未形成有效的统一协调推进机制。利率市场化有暂缓迹象，保险“国十条”更多地属于表态性质，注册制短期难以出台。2015年有望推进力度比2014年大。

政府将更加重视资本市场发展，作为经济转型和去杠杆的重要抓手，并有实质性举措。阿里巴巴赴美上市对决策层触动较大。经济转型需要金融结构转型相匹配，加大直接融资比重，大力发展多层次资本市场。金融是最大的创新加速器，激发创新创业活力，关键在于注册制和依法治市。

土地、社保等改革方案有望近期推出实施；司法改革落地实施；按照中央部署，2017年之前是改革攻坚战。

宁改革而重生，勿刺激而苟活。

我们认为可以把深蹲起跳、直接起跳和匍匐前进三种前景的概率由之前的4∶4∶2上调至3∶5∶2。

2015年将不仅看到资本市场上的多空决战，也将是验证“转型宏观”与“周期宏观”逻辑最好的时期。

转型宏观下的转型时钟、转型牛

经济时钟是业界做大势研判和资产配置的基础方法。在此介绍一个全新的认识。

我们研究全球和中国经济史发现，经济时钟有两类：转型时钟和周期时钟，其所适用的环境、对应的大类资产配置逻辑是不同的。

“周期时钟”出现潜在增长率（增长平台）和动力结构不变时，比如2003~2007年，处于改革红利释放期，高增长低通胀，大家都很开心。“周期宏观”重点观察快变量（存货、产能利用率、货币政策）。

传统“周期宏观”下的大类资产配置逻辑是：产能过剩、经济萧条→产能出清、货币政策衰退宽松、利率下降→债牛→经济复苏、股牛。“周期牛”的演进规律是政策底→市场底→经济底。

“转型宏观”出现潜在增长率或动力结构改变时，处于改革攻坚期和转型阵痛期，“七上八下”很多年。“转型宏观”需要综合观察快变量和慢变量（人口和房地产周期），到达拐点后，慢变量变快了。

“转型宏观”的大类资产配置逻辑是：旧增长模式拒绝出清，加杠杆负债循环，货币政策因担心加杠杆而不能全面放松，经济增速往下走但无风险利率往上走，股债双熊→改革破旧立新，或危机倒逼出清去杠杆，经济增速往下走，无风险利率下沉，股债双牛。“转型牛”的演进规律是改革底、无风险利率顶→市场底→经济底。

没有最好的分析框架，只有最适合的分析框架。经济转型期，“转型宏观”系统地回答了增速换挡期的经济形势、结构性衰退与成长、改革宏调取向、大牛市催化剂、资产配置策略等关键性问题。

经济转型期，传统“周期宏观”失效，坚持采用“周期宏观”研判的市场人士将不断犯错。“转型宏观”框架需要打通长期与短期、改革与经济、宏观与中观、实体与货币等关系，这对研究人员的大格局观和综合素质是一个挑战。

---

1. 国泰君安“为改革干杯：2015年宏观经济展望”研究团队联合撰文，团队成员有分析师任泽平、汪进、薛鹤翔，研究助理韦志超、张彩婷。

全球化、增长、改革风险依旧，警惕流动性退潮

东方证券首席经济学家
邵宇

2015年一些重大结构性变化带来的经济后果，会让我们在宏观判断上找不到感觉，问题发生在位于全球化、增长、改革断裂区域的高风险未知地带。可能在较长的一段时间里，内外经济、政治和地缘政治都会处在紧平衡状态，为此政策制定者必须十分小心。

风险一：全球化进程的阻断

第一重风险来自全球化进程的阻断，准确地说是来自美式全球化和美元全球化进程的逆转，本质上说是因为以美国为代表的传统发达经济体的局部退出和以中国为代表的新兴经济体的拒绝上位。考虑到目前中国经济的体量和对外依存度，这也是直接制约中国出口增长以至内外平衡的关键原因。

2008年金融危机改变了很多事情，大危机之前全球化的逻辑很简单，整个世界分为三元结构，全球三个世界的格局由消费国（美国是典型代表，印钞票、花钱买东西）、生产国（代表是中国）、资源国（中东的这些石油国，还有金砖国家中的巴西，以及俄罗斯都是这样的国家，提供大量的大宗产品）构成，通过现有的以美元为主体的储备体系相连接。生产型和资源型经济体完成原始的资本和产能的积累，而发达

经济体刺激虚拟经济体系的空前繁荣和消费主义的狂欢。中国在这个夹心层中的难度就体现在买什么什么就贵，卖什么什么就便宜。整个世界就是按照这个大循环模式运转的，因此这种全球化，更准确地说应该被称为美式全球化或者美元全球化。

这种相濡以沫的广义G3（三国集团）结构最终在2008年次贷资产泡沫中轰然坍塌，然后危机一波一波不断袭来，首先是美国的金融体系危机（银行和居民资产负债表），然后变为欧洲主权债务危机（国家资产负债表），进而变为货币体系危机和新兴市场的连带伤害，全球经济随之进入了长期的消沉。

更麻烦的是，大危机以后传统的大循环结构被阻断了——它的现实反映了来自于以中国为代表的新兴经济体同发达经济体之间依赖关系的局部破裂。通过无限量的货币投放，发达经济体貌似喘过气来。发达经济体和新兴经济体之间的增速已经相对收敛，原来所形成的消费国、资源国和生产国之间的固定格局，可能已经被打破。以前主要由消费国释放货币发动消费，然后资源国提供大宗产品，生产国开足马力加大产能的格局，就可能面临明显的断裂。特别是当最大的消费国美国自己试图通过再工业化和能源革命，再次成为生产国和半个资源国的时候，它就变成了自给自足的三位一体的结构，所以对以前中国和资源国的很多需求都在下降，这就是全球贸易不振的核心原因。有理由怀疑，整个全球大循环的逻辑链条，可能就此已经被阻断。同时也可以观察到，“觉醒”的发达经济体正在通过新一代贸易规则例如TPP（跨太平洋伙伴关系协议）、TTIP（跨大西洋贸易与投资伙伴协议）来构建自我循环的经济体系，力图把新兴经济体再次驱赶到全球化食物链的底端或者权力分享的蛮荒地带。这种以邻为壑的贸易规则竞争的最后结果一定是两败俱伤，而新兴经济体则更加“易碎”，因为政治不确定性正在上升，土耳其、泰国、乌克兰的情形已一目了然。更严峻的是，在全球化3.0中吸取力量的大国正在填补传统大国退却后留下的真空地带，如果这个判断正确，那么发生在中国南海和东海的争端（包括日本解禁集体自卫

权）、发生在克里米亚的冲突，以及在中东ISIS（“伊斯兰国”）的崛起可能仅仅只是开始。这对中国加强投射力量的建设，保卫自己海外资产的安全形成了明确的需求。

风险二：传统增长模式的断裂

第二重风险是传统增长模式的断裂。中国模式就是基于全球竞争环境和自身的禀赋基础，政府以强大的资源动员能力或直接、或间接地支持生产、出口与投资，追求GDP高速增长——我们称之为“大推进”（big push）战略。这其实是和平时期进行原始积累的不多的可选项之一，是一个贯彻国家意志的上下结合的过程，三种力量各自扮演适合自己的角色，共同推动神速增长。中国的特殊性其实在于其规模和速度。

首先是中央政府，这是战略层次，本质上是国家能力的综合展现。现代国家能力也是一个马斯洛体系，从最基本的安全到最高级的全面发展，存在一个上升的阶梯式结构。除了一般地维持法律秩序、政治稳定和地缘安全以外，货币和资本提供也很重要。货币作为交易的媒介，在市场化初期也是自律的产物，一旦被操控，既可以作为交易媒介膨胀，也可以作为资本要素膨胀。而现代中央银行的主要职责是提供符合经济增长和经济货币化需要的货币和信用投放。无论是主观意愿还是被动投放，它们都做得过于成功了，长期实行宽松的货币政策让负的实际利率存在多年，压低了资金成本。而对汇率的压制则形成了总成本领先的最后一道打折工序，这也是最受竞争对手诟病的一环。尤其是在1994年，在完成人民币汇率并轨改革的过程中，人民币兑美元的名义汇率一次性完成了近50％的贬值，中国制造的价格优势特别明显，从而使中国对外竞争力大幅提升。

战术层面上，地方政府是大推进战略具体的实施者。首先多数研究者已经注意到，大胆试验是其中的一项关键内容。本质上说，地方政府

是通过GDP锦标赛和争宠机制参与增长竞赛的，处理地方和中央关系的1994年分税制彻底改变了地方政府的效用函数，导致政府行为企业化，一个地方政府相当于一个企业，一把手就是首席执行官，可以想到的第一个动作就是工业园开发和招商引资。地方以税收、土地等优惠条件进行资本争夺，形成了7 000多个开发区或者工业园。更加高级的形态是形成产业集群，大量的重复和冗余投资在提升总供给能力的同时也形成了过剩产能。

另一方面，工业化和城市化需要大量的资金进行基础设施建设。土地财政就是唯一出路，土地出让金其实是未来70年地租的一次性缴纳，目的是尽快获取现金流来经营城市。想象力更加丰富的产物就是地方融资平台，它们从土地资本化延伸而来，是包装资产注入平台，作为资本金和抵押物，来套取几倍以上银行信贷，即更大的杠杆，来撬动增长。

增长意图的大部分是通过央企、国企和准国企——例如融资平台——来实现的。国有资本在七大战略部门，即军工、电网电力、石油化工、电信、煤炭、民航和航运部门，有绝对控制力。金融则是另外一个典型的国资控制领域，它是货币化的最大受益者和金融资源的最大经营者。通过垄断利差保护，商业银行积累利润和资本，再为国有企业解困和发展提供信贷支持，这本身就是一个闭环。特别是2009年4万亿元投资，10万亿元贷款，大部分都在体内循环。好处是显然的，但代价就是一些项目的经济效率肯定好不到哪里去。

眼下的风险是传统GDP锦标赛的能量级明显下降。这一方面是源于已经高企的地方政府负债和略显紧绷的货币政策。但更重要的原因，特别是短期面上的原因，主要是因为官员绩效考核机制一定程度上的调整，目前全力展开的反腐行动，以及对楼堂馆所等新建基建项目的抑制。应当说这些都是十分必要和紧迫的措施，但其对经济增长的短期压制作用也正在显现。据观察，目前在基层官员中间正在形成一种消极怠工的状况，这与党性无关，应该与人性有关。现在官员不可以胡吃，不

可以胡喝，也不方便戴昂贵的表，那他们也就不积极推动项目进展了。很多民营企业主反映，他们宁愿回到从前，至少那时候官员收钱的同时也干活儿，这些投入都可以折算为交易成本进入项目，如果还有钱赚就做呗。显然传统的GDP锦标赛，是明显亲投资的，特别是对于系统内的成员来说是所谓“激励高度相容”的。因此地方政府历来在通过增加投资以加速经济增长方面驾轻就熟，但是目前情况已经开始发生趋势性变化。

此外，毫无疑问，新一轮放权改革必将激发民间资本的活力，但就目前的情形来看，这还需要一个过程。对于民间资本，观察显示，它已经形成了一个很明显的“斯德哥尔摩综合征”效应。所谓斯德哥尔摩综合征，就是指人质被绑匪绑久了之后，会对绑匪产生一定的心理依赖，被释放之后可能还很不适应，还会回头去找那个绑匪寻求慰藉。由于很长一段时间，民间资本已经习惯在政府的强势下生存，它们可能还没有足够觉醒去认识到自己可以发挥的功能的重大变化，仍然对政府抱有明确的期待。因此即便政府放权，它们暂时也不可能迅速拓展自己的空间，而且在缺乏政府指导的情况下，可能一时无所适从。这从一些民企大佬近期的谨言慎行中可以略窥一斑。

这点也可以从以下现象中观察到，例如在各种经济论坛中唱主角的仍然主要是各部委的官员，而理论上应该起决定性作用的市场，大多数情况下只不过是安静地听他们在说些什么。再如就拿当下改革创新的飞地——上海自贸区来说，各部委至少在形式上对上海自贸区已经给出了包括金融开放在内的诸多承诺，但笔者听到的来自于金融机构和企业最多的一个词就是“等细则”。难以想象的是，本来应当由商业机构主动发起的各种金融创新的尝试以及各种新产品的研发，居然要可笑地要等着主管机关给出一条条明确的操作指引。最近释放出来的金融创新案例也就是管理层听取了民间的声音，再给以背书确认的过程，但总体创新的进度无疑是低于预期的。

这就会出现一个明显的推动力落差，或者说青黄不接的时期，原来的增长模式已经明显地减速，而民营经济活力暂时不能得到充分释放。那么结果就是经济增速不断下滑，如同一辆低速行进的自行车开始摇摇晃晃，保持平衡会更加困难，对此决策者必须见微知著。

更重要的是，中期来看，新一轮国家和政府治理改革的三大标志性工作将很快全面展开（即第五个现代化）。这包括但也不限于：（1）权力清单和负面清单，这将最终牢牢约束住政府这只有形的手；（2）以透明预算和全口径预算为核心的公共财政制度的确立，这将把每一次重大项目的决策从暗箱转到台面上；（3）党的十八届三中全会《决定》中明确提出的“推行新提任领导干部有关事项公开制度试点”，这本质上是一个以增量带存量的中国式阳光法案的雏形，切勿低估它的严肃性和作用力。

加上适当的网络监督，这些应该就是所谓“制度的笼子”的最坚固部分。我们坚信上述改革会从根本上重塑中国成长的动力源泉，使得民间资本在未来拥有最大的空间和舞台，也同时让政府变得清正廉洁、高效精简。但短期的抑制在所难免，也许这才是当下以至未来中期一段时间内经济增长可能始终会不太给力的根本原因。

风险三：中国改革的内部风险

第三重风险则源于中国改革内部。2013年深秋，党的十八届三中全会制定了令人兴奋的宏大改革蓝图，打响了改革锦标赛的发令枪。改革就意味着变化，但我们也必须清醒认识到：改革是一个慢变量，而增长是一个快变量。不仅如此，改革本身也分成比较快的变量和慢的变量，断裂处就在于改革的各个元素之间短期内未必能够形成有效配合。

例如行政体制改革可能是一项快改革，尤其是行政审批的下放或者

取消，而配套的民间资本进入的实质举措则是慢改革。再如要素价格改革，其中提高水电煤的价格或者最低工资标准调整都可以是快改革，而配套的资源税征集反哺环保产业则是慢改革，有效降低宏观税负，推动产业链跃迁是慢改革，社会保障和公共服务的提升跟上则可能是更慢的变量。至于财税体制改革、户籍制度改革、土地制度改革则是最慢的改革。这样会形成一个内部不相衔接的错层。在犬牙交错的改革断裂地带，各种矛盾和风险会逐渐地充分暴露出来。

尤其明显的是：我们一度认为金融改革是最复杂的，因而也应该是最慢的改革变量。但现实是，现在大家可以清楚地看到：原来金融改革可以很快。实际上目前来看，金融改革反而已经变为一个最快的变量——金融改革的三大主要环节，操作起来说简单也很简单，利率、汇率市场化，然后开放资本账户。从2013年开始大幅度推进的金融改革已经通过利率和汇率的市场化，做了两次压力测试，而2013年初新股发行制度改革又在资本市场上做了一次压力测试。同时大宗商品近期也经历了一次过山车式的波动，最近又是开放资本市场的重大举措——开通沪港通。

几轮压力测试结果显示，不论是经济还是市场的稳定性都还不尽如人意。金融变量的剧烈波动，一方面当然有利于改变原来一致的单向投赌预期，同时也可能会引发更大的不确定性。而那些较慢进行的各种相配套的改革只会使得原来的风险进一步积累，例如影子银行（包括同业和中国式信托）的治理，地方融资平台的治理，这显然都是慢改革。总量货币政策的简单紧缩式调整或者市场化决定都无法完成这些结构主导的精细化、差异化管理要求，从而使得劣币驱逐良币、逆向选择、道德风险、制度套利等难题都无法从根本上得到解决。所以各种改革进程速度不一致，特别是金融改革的单兵突进，可能带来意外情况，而各种各样的改革不配套的风险最终可能会体现为金融危机的症状。

特别是一直被外界诟病的中国地方政府债务问题，实际上化解过高

债务杠杆问题的措施就涉及很多慢改革，例如预算透明化以后市政债的发行改革，地方和中央的事权和财权的重新匹配，国有资产的变现以及混合所有制的实现，以及人民币国际化究竟如何推进，如何形成足够量级的离岸人民币资产池等。由于大部分投资者本身比较短视，且屈从于自己的认识框架局限，而要理解中国改革的逻辑需要消耗大量脑力，理解和量化户籍、土地制度的改革可能释放的红利更是几乎不可能完成的任务，尤其是对于海外投资者。反而是以前这样一个简单的数字增长10%，现在滑落到7%要直白得多，尤其是在2014年全球套息交易随时都可能反转的情况下。暂避风险是他们最一致的选择，在这种时候他们往往宁愿选择用脚投票，不看好中国。

所以我们看到的是在未来的一段时间内，中国经济进入“三期叠加”，即GDP锦标赛动力的丧失期——改革红利不能充分协调发挥的合力期——全球化红利暂缓释放期。中国经济当下的情况空前复杂，具有极大的挑战性。特别是在2015年这样一个外围流动性可能发生急剧变化的背景下，目前市场仍然预期美联储会在6月前后加息。历史证据显示，一旦加息，就是周期的开始，通常会导致套息资本流向反转，从包括新兴经济体资产在内的各种高风险资产中逃离。而这往往是新兴经济体劫难的开始，几乎无人能够幸免，拉美、亚太、俄罗斯经济危机都是证明。对于中国而言，可能不能排除会看到一些系统性风险的集中爆发，这包括二、三线房地产价格泡沫的自我实现式破灭，地方融资平台的违约风险，以及金融体系包括主流银行系统的坏账损失。如果这些叠加人民币的大幅贬值，就会引发一场完美风暴。这其中最突出的是地方政府和国企的债务问题。尽管中国政府拥有超过35万亿元的净资产，但如何巧妙地转移过高的地方政府杠杆，完成从地方到中央，从政府到居民，从国内到国外的转移腾挪，用长久期的成本低廉的负债去匹配地方政府那些缺乏流动性的长期资产，绝对是一个重大挑战，这也是海外投资者对中国短期前景高度怀疑的一个重要原因。

我们知道，违约是一条长长的光谱：最上端的是上游的原材料，例

如涉矿的大宗产品，包括铜、大豆、铁矿石、煤炭等；然后是中游的过剩产能，包括新兴的过剩产能，例如超日债、太阳能、风能等，也包括传统过剩产能，钢铁、水泥和电解铝等；然后就轮到下游的房地产了；房地产往下就连接着地方融资平台，因为如果土地卖不出去，地方融资平台的流动性立即就会出现问题，而这两者如果出现问题，那么中国的影子银行部分，特别是信托就会出现兑付风险；再下来是国家级融资平台，例如国开行金融债的发行困难，然后是一般商业银行体系的坏账问题，从而回到危机的起点和终点。

这其中二、三线城市的房地产是关键的分水岭。2013~2014年经济之所以还可以，就是因为地产投资还是不错的，但到了2015年这个假设就要打上一个巨大的问号。如果即便放开非核心城市的两限都仍然不足以支持需求的释放，从而导致土地销售和新开工继续下降，增长底线就会变得岌岌可危。所以预期区域性和系统性风险的底线就应该画在附近。我们认为，寄希望于一次性出清的理想化方法，来冷启动中国经济的增长和改革是非常不现实的。因为在系统性风险爆发，全球经济激烈博弈和资本高度快速流动的大环境中，大型又另类的经济体几乎不可能有喘息的机会，这个机会成本可能有无法承受之重。在接下来的关键数年中，中国既需要甄选合适的策略冲出人均GDP6 500~13 000美元这个中等收入陷阱，又要避免出现颠覆性的错误局面。怎么办呢？解决的方法也蕴含在提出的问题中。

针对风险一的破解策略

破解第一重风险的可行策略，是以中国为主建立自己的内循环或者小循环。某种程度上，目前中国在对外交往方面，同1945年“二战”刚结束后美国面临的环境和机遇窗口是类似的。当时美国拥有全球最多的黄金储备，占当时西方世界黄金储备的48.5%，为法意德英日的4.5倍（也是“二战”后世界最大的债权国）。而目前中国拥有全球最多高达3.8万亿

美元的外汇储备；当时美国拥有全球最大的工业产能，“二战”中美国由中立到参战，成为“民主国家的兵工厂”。至1948年，美国工业已占世界总产量的53.4%，世界出口总值的32.4%。而中国现在存在普遍的过剩产能，在500种主要产品中有220种居世界前列。而根据最新的2014年政府工作报告，2014年计划要淘汰落后产能钢铁2 700万吨、水泥4 200万吨、平板玻璃3 500万标准箱等。

另一方面，当时全球的环境是被战争重创的欧洲和亚洲两大完全瘫痪的一系列原发达经济体，特别是废墟上的德国和日本，以及即将获得独立但几乎一穷二白的新兴民族国家区域。现在则是在2008年美国次贷金融危机和2010年欧洲主权债务危机后百废待兴的老欧洲、基础设施陈旧的美国和明显减速的发展中经济体，全球经济正处于无明显增长动力的垃圾时间。

因此，中国完全可以通过不断扩大内陆沿边、外部沿海开放和远程绿地投资，来形成全方位开放的新格局。其中的抓手部分是推出一批重大支撑项目，加快基础设施互联互通，以及拓展国际经济技术合作新空间。在走出危机的过程中，基础设施投资被视为拉动世界经济复苏和增长的有效手段。特别是以发展中国家为主的亚洲，正处在工业化、城市化的起步或加速阶段，对能源、通信、交通等基础设施需求很大，但这些需求面临着资金约束。仅从城市基础设施投资这一口径看，每年亚洲的建设资金缺口大约有600多亿美元。在2014年的APEC峰会上，亚洲基础设施投资银行终于启动，它将向包括东盟国家在内的本地区发展中国家的基础设施建设提供资金支持。因此中国力推基建投资“走出去”，许以大规模金融配套安排，进而提出亚投行建议，可谓“一条龙”服务。因此，旨在开拓外部基建需求、缓解中国国内的产能过剩，中国版的地缘马歇尔计划必须稳步推进。

与此同时，在更加宏观的层面上，中国应当全力推动各种规格的自贸协定谈判。目前中国正在建设18个自贸区，涉及31个国家和地区，已

签署12个自贸协定，6个自贸协定正在谈判，它们分别是中国与韩国、海湾合作委员会、澳大利亚和挪威的自贸谈判，以及中日韩自贸区和《区域全面经济合作伙伴关系协定》谈判。此外在多边方向上，中国还应该积极推动服务贸易协定、政府采购协定、信息技术协定等谈判，加快环保、电子商务等新议题谈判，主动回应并参与新一代高标准自贸易规则谈判，推进中美、中欧投资协定谈判，不断推动贸易和投资自由化、便利化，实现与各国互利共赢，最终形成对外开放与改革发展的良性互动格局。

这也是一场大考，在走出去和高规格自贸协议博弈中提升中国企业和资本的竞争力更加重要。应推进对外投资管理方式改革，以备案制为主，大幅下放审批权限。健全金融、法律、领事等服务保障，规范走出去秩序，促进产品出口、工程承包与劳务合作。特别是依靠民间资本的力量和效率，让它们更多地扮演GP（一般合伙人）角色，以避免传统国企投资“内战内行，外战外行”的尴尬局面以及政治上的不确定性，在走出去的过程中也完全可以同步实现混合所有制，这也是深化改革的一种具体体现。

所以中国应该更积极地行动起来，考虑在维持和稳定原来的大循环（借助发达经济体的缓慢复苏），即传统的三个世界——资源国、消费国、生产国的格局基本不变的情况下，合纵连横，同地缘上亲近和产业链可以协同的新兴经济体与在部分发达经济体之间全力布局形成小循环，即以中国为核心的周边国（区域一体化）——资源国（包括非洲、拉美）——科技国（美国）——品牌国（欧洲）的新动力格局，进而构造对外交往的全新利益格局，突破原来的三个世界和G2的牢笼以及美元枷锁，打破以中国制造、美国消费为主的循环圈，从输出廉价的“中国制造”，升级到输出工程、服务、产能、投资和资本，最终输出货币。在贸易、工程、物流、投资方面拓展自己的发展空间，同时大力推进人民币国际化。人民币国际化的必经之路就是贸易人民币、金砖人民币、马歇尔人民币、石油人民币、欧洲（离岸）人民币和地缘安全人民

币，全力加入日益白热的全球货币竞争，获取自己的应得地位和话语权。

针对风险二的破解策略

化解第二重风险的关键在于平衡市场与政府。如果说现在主要的问题在于民间资本还没有释放出充分的活力，那么就要主动发挥“政府更好的作用”，这同“让市场起决定作用”一样不可偏废。是的，我们要市场决定，但不要市场极端主义。这就意味着政府必须在战略规划、政策引导和公共产品提供方面发挥重大作用，而且要学会与市场及时沟通和良性互动。

例如“十三五”规划即将展开，这是中国冲出所谓“中等收入陷阱”的关键五年，采取什么样的可行策略进行突破至关重要，明确的规划将给出指导民间资本行动的清晰指南。在增长动力方面，在主体功能区规划清晰的前提下，能否考虑把3 000多个县级行政单位参与的全员GDP锦标赛，升级为20~30个城市群之间的比赛，在重点建设区域，甚至可以考虑升级成立一批直辖城市群，重塑扁平而有效的中央地方关系，既保障地方的活力释放，也强化中央的有效指导。

特别是切勿浪费这次高规格的京津冀一体化的顶层设计机会，用大都市圈统一管理模式来进行整体的人口、产能、基础设施、环境、公共服务、生活的优化布局，那么这将有力地引导新型城镇化的进展。京津冀一体化本质上是一个超级城市群建设，它可能就是未来深度城市化的一个范本，同时可以在京津冀大力推进PPP，即公私合营伙伴关系，在城市建设中同步进行政府适度去杠杆和投融资体制机制改革。还有长江经济带的建设，也是再次拉动中国产能布局优化和就地城市化的关键契机。

最近一些稳增长的托底行动正在展开。例如在中央层面，铁路总公司不断提高铁路建设目标，新开工项目由44项增加到48项，全国铁路固定资产投资由7 000亿元增加到7 200亿元，新线投产里程由6 600公里增加到7　000公里以上。地方上，近期宣布的15省区市固定资产投资规模总计18万亿元，投资方向集中在交通、能源、水利、环保、民生等领域。当下未必需要当年4万亿的强刺激，但不要排除适当的“克强”式微刺激来对冲经济的下滑走势，只要这些刺激或者说项目是效率兼容、民生兼容、改革兼容和升级兼容的。也可以考虑启动重大基础设施，例如国土整理、环境、水资源保护和跨流域污染治理。关键是推出有效投资和对投资方向的把握。我们不需要把中国的投资妖魔化，在一个人均资本存量远远低于欧美国家的现实情况下，进行有效的投资才是王道。有效的投资使得民生需求得到极大释放，使得短期经济不至于下滑过快，能够稳定经济增长的内核，这一点非常重要。而这些基础设施的储备将为改革红利最终释放引发的新一轮周期做好铺垫，一如1997~2002年的那个周期。那个时段中，最大的考问就是如何激活民间投资，历史会再度上演的原因是中国的城市化和工业化进程远未结束，但内核变为了深度城市化和产业升级。

针对风险三的破解策略

最后的风险源于众多改革的衔接问题，因此解决路径就在于不仅让快改革倒逼慢改革提速进行配合，而且还要在避免金融风险形成集聚，守牢底线的同时，尽快在各个重要改革领域形成重大标志性的突破，并相互呼应。改革大致可以归类为：（1）提升效率的，例如国企改革、政府改革和自贸区改革；（2）增加供给的，例如土地改革、要素价格改革；（3）增加需求的，例如户籍改革；（4）调整分配的，例如财税和收入分配、金融改革中的利率汇率市场化改革。这些改革必须相互协调，发挥合力。同时要注意，很多改革不能简单沦为“因为西方怎么

样，所以中国应该怎么样”的简单山寨式模仿，因为一种政策总在一个整体环境中有效。特别是经济学家老是喜欢假定其他变量不变做推断，而不幸的是其他变量一直是在剧烈变化中的。

具体到推进上，例如在国企改革方面，一定要在前十大国企中挑选一两家（包括五大国有银行），真正实现混合所有制，从股权比例、人事安排、激励机制等方面做出全面的真正市场化的安排，中石化、中信等需要加速行动。目前中国国企有近84万亿元总资产，约占实业资本的44%，3 900万在职员工，但收入仅占27%。更加麻烦的是，这些国企的净资产收益率不过4.9%，远远低于全社会企业的12%。如果能够通过改革拉平国企和民资的利润水平，GDP就有额外的2个百分点的增长，这就是改革的红利！所以说混合所有制是真正的风口，会把国企吹得像猪一样高飞，让本次国企改革跟上次股权分置改革一样波澜壮阔。而且一旦把资本化出售所得的真金白银交给全国社保基金以充实社会安全网，就会让改革更无后顾之忧。

再如财税体制方面，必须利用新《预算法》执行契机，全面推动地方政府资产负债表编制和全口径的预算公开，并在此前提下允许地方政府独立举债，用长久期和低成本的市政债券替换目前通过性价比极差又不透明的影子银行融资手段，实现资产与负债的全面匹配。同时在新一轮城市化的基础设施投资中，全力启动PPP机制，外包城市化的职能给市场化主体和民间资本来完成。2014年国务院常务会议决定，在铁路、港口等交通基础设施，新一代信息基础设施，重大水电、风电、光伏发电等清洁能源工程，油气管网及储气设施、现代煤化工和石化产业基地等方面，首批推出80个符合规划布局要求、有利转型升级的示范项目，面向社会公开招标，鼓励和吸引社会资本以合资、独资、特许经营等方式参与建设营运。但这还远远不够，下一步应该大力推动油气勘查、公用事业、水利、机场等领域扩大向社会资本开放。政府通过要素价格的调整，吸引民资进入公共服务和基础设施建设过程，一定要让利于民，要叫好也叫座。每一个项目的成功都会为民间资本克服斯德哥尔摩综合

征增添信心。此外，政府还要通过积极的财政政策来大幅度减免中小企业税费，并加大科技投入的税收抵扣等供给政策来刺激民间投资的活力。

又如在户籍改革方面，不妨尽快彻底放开中等规模城市户籍，并在东部发达地区率先实现公共服务均等化。这其中提供适当的居住公共服务尤其重要，国开行近期宣布加快住宅金融事业部的组建，并将实行单独核算，采取市场化方式发行住宅金融专项债券，向邮储等金融机构和其他投资者筹资，鼓励商业银行、社保基金、保险机构等积极参与，重点用于支持棚改及城市基础设施等相关工程建设。这其实就是中国版本的两房，在国家的层面上，用国家级的信用来支撑住房公共服务。一旦最大几个类别的公共服务得到国家的支持，地方政府的改革成本就会降低，抗拒度也会下降，进而开放户籍就会水到渠成。而这会使得有效劳动供给和劳动生产率成倍增长，让所谓“刘易斯拐点”在中国成为一个伪命题。仅此一项就可以增加1个百分点的GDP增长，这也是改革的红利。

在这些核心领域不断取得改革成就，就会为这个市场建立足够的信心（加上重大反腐行动的成功），这个年代信心还是比黄金更重要。笔者相信上述领域内的重大成功范例，会全面提振全球对中国改革的信心和整个资本市场的乐观情绪。

对2015年的展望

2014年12月召开的中央经济工作会议可以视为中国2015策略会，2015年中国的走势也刻画得非常清楚。展望2015年，总体判断，未来经济形势更加严峻，“面临不少困难和挑战，经济下行压力较大，结构调整阵痛显现，企业生产经营困难增多，部分经济风险显现”。

2015年经济工作的总基调与2014年稳中求进的思路一样，但要适应新常态。根据李克强总理透露的信息，我国GDP每提高1个百分点，能够带动就业130万~150万人。完成新增就业1 000万人的目标，GDP增速仅需7%。经济新常态强调经济结构优化升级和创新驱动的转变，未来新技术、新产业、新组织和新特征将是经济改革和产业转型的方向所在。未来更重要的是深化改革，转变经济增长方式，提高经济增长效益，以更少的增速吸纳更多的就业人口。笔者认为，2015年适当的经济增长目标将是7%。

经济工作会议中对宏观调控的描述仍是"积极的财政政策，稳健的货币政策"，但表述上"积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度"暗含了更为宽松的意义。我相信，2015年货币政策和财政政策在实际操作上会比2014年更积极。首先，经济环境更为复杂，稳增长是首要任务，而当前经济增长动力正在衰减，政策上实施区间管理，底线调控必然要求2015年货币政策更为积极，财政在基建领域也更为宽松。其次，财税体制改革和全球化4.0意味着整个社会将产生杠杆转移，地方政府去杠杆，中央政府加杠杆和国内杠杆转移国外，这将为货币政策宽松和财政发力提供空间。再次，2015年通缩风险加剧，通胀对政策的制约不复存在。最后，美联储加息隐患存在，外汇占款趋势下降之际，流动性需要货币政策对冲，而财政需要为经济保驾护航。

中央经济工作会议内容提及五大任务：稳增长是首要任务，积极培育新的增长点，加快转变农业增长方式，优化经济发展空间格局，加强保障和改善民生工作。稳增长突出新常态：消费多样化、探索新产业、新技术，应对老年化问题，控制风险，积极走出去。笔者认为，在增长中一定依靠新三驾马车：新城镇化、消费升级和人民币国际化形成新增长点与发展格局并转变农业发展方式，保障和改善民生。国企、土地、财税体制和金融等领域的改革不仅能有效配置要素资源，而且能够降低债务风险，冲出原有改革断裂。长江经济带和京津冀战略通过经济规划和权力再分配，实现要素资源整合，提高消费多样性，激活民间资本活

力和创新动力，克制原有地方政府投资冲动，冲出增长锦标赛与改革锦标赛断裂。“一带一路”战略则将国内过剩产能输出国外，加快国内先进制造业发展，推进人民币国际化战略，逐步摆脱国际商品定价的制约，实现对外贸易和投资的自主性，积极走出去，在全球化4.0中成为新的胜利者。

中国经济会有意想不到的事情发生

伦敦国际战略研究所（IISS）资深会员
邱震海

经济学上有一个非常经典的说法：短期看需求，长期看供给。只有理清了中国经济供求面的问题之后，我们才能对中国经济的整体结构及未来走向，有一个更为清醒的认识。

一般人们都认为，经济之所以能发展，其主要动力是因为有需求，这当然是尽人皆知的常识。这在经济学上被称为"需求派"。但经济学上还有另一派，叫"供给派"。供给派只需举出一个例子，就可以把需求派打得落花流水：在乔布斯发明苹果手机之前，我们有几个人知道，我们内心原来对智能手机有如此大的需求？是乔布斯把我们对智能手机的需求，深深地挖掘出来了。这难道不是供给对经济发展的巨大贡献吗？

今天中国经济面临的"三驾马车"问题（投资、出口、消费），充其量只是需求面的问题；而中国经济供给面的问题——劳动力、资本存量、生产效率，长期以来却似乎被很多人忽略了。

在过去相当长时间内，这种有意无意的忽略是可以理解的，因为对中国经济来说，劳动力从来就不是一个问题。过去曾有一句话："中国什么都缺，就是不缺人。"用经济学的术语来说，劳动力无限供应，对中国似乎从来不是一个问题。至于生产效率，由于中国经济当时采用"粗放型增长"模式，以大量廉价的生产要素（劳动力、土地等）来推动经济发展，因此生产效率也似乎从来就没有真正为人所重视过。

我们长期以来的注意力，一直为经济结构中的需求面问题所吸引，

以为这就是中国经济的全部问题，并以为只要解决了需求面的“三驾马车”的“调结构”问题，中国经济的全部问题就解决了。这实在是一种极大的误解。

但从2014年开始，这一切将彻底改变。2014~2017年，中国经济需求面“三驾马车”的问题将依然存在，而供求面的问题也将全面浮现。“屋漏偏逢连夜雨”，这句话用在未来三年的中国经济形势上，看来是一个无奈，但却是很确切的写照。

中国经济供给面的深层问题到底是什么？

人口红利下降：中国将面临20年危机？

之所以提出这一疑问，是因为“调结构”是历届中国政府提出的口号和目标，但时至今日，却始终没有实现。中国经济在2013年第三季度因投资拉动而出现的种种现象，也无不折射了这一点。

其中的原因自然是多方面的。但过去若干年，中国在经济结构方面还可以“等”，因为众多的其他因素还比较有利于经济的向前发展，比如各种生产要素的价格还比较低廉，比如人口红利还依然存在。最主要的是，中国的经济依然还在上行的通道上，而只要中国经济还在上行通道上，那就虽然问题众多，但总还可以拖延，或者拖延了也不至于引起很大的麻烦。

但未来几年，这一切条件都将急速消失。

首先，如前所述，中国经济下行的窗口期从2013年开始已经显现，未来几年可能将进入实质性下降的阶段，而这个时间段很可能就是2015~2016年。这也就是被张燕生称为“2016年猜想”的那个“谜团”。

其次，中国经济高速发展多年来依赖的人口红利，最迟从2015年开始将大幅消失。而按照北大中国区域经济研究中心研究员陆德的“小鸡鸡理论”，人口红利一旦消失，那就至少需要18~20年时间才能重新找回来。

换言之，2015~2035年这20年，中国必将在没有人口红利的情况下，找到经济下一轮持续高速发展的新动力。

这个动力到底是什么？目前谈这个问题也许言之过早，但这却是一个在未来若干年将十分困扰中国的问题。

让我们简单回顾一下过去几年的情况。

从2009年前后开始，每年春节过后，珠江三角洲地区的私营老板们发现，节前风雨兼程回家过年的农民工开始不急着返回广东打工，有的人甚至就一去而不返了。于是，广东地区私营企业第一次出现“民工荒”的问题。

这是一个初始让人百思不解的问题：中国不是啥都缺，就是劳动力不缺吗？怎么忽然就出现了“民工荒”呢？

香港有一句民间流传的话：“有人没工做，有工没人做。”前半句说的是就业市场上的严峻情况，后半句则多指很多底层劳工不具备足够的专业技巧，因此无法适应劳务市场对高素质人力资源的需求。

但广东地区前些年出现的“民工荒”却与此又有所不同：那些春节过后不回来的农民工，并不是什么具备高技能的人力资源，而是一些非常普通的农民工。然而，就是这些普通的农民工，节后却再也不愿离乡背井，而宁愿留在家乡。这本身就反映了一些非常深层次的状况。

状况之一，当然是这些农民工在家乡的生活过得也不差了，因此才不愿离乡背井，这从另一个侧面看也是好事；状况之二，也反映了珠江

三角洲地区的劳工薪酬，已开始逐渐跟不上农民工的心理期待，或开始与全国的发展形势有所脱节了。

但更为深层的问题则是：中国的劳动力无限供应阶段，开始逐渐结束了。这才是问题的核心。

所谓劳动力无限供应，指的是一个经济体在由农业国向工业国转型的过程中，来自农业领域的剩余劳动力大量涌入城市的现代领域（包括工业和服务领域），起始阶段似乎给人无限供应的印象。然而到了一定时候，这些来自农业领域的剩余劳动力开始出现短缺。短缺的原因很多元，有劳动力自身数量短缺的原因，也有劳动力在农业领域有更多去处的原因。这就像一块硕大无比的海绵，起始阶段可以吸纳无数水分，但到了一定时候，水源开始多了其他去处，于是半湿不干的海绵，就处于十分尴尬的状态了。

这种劳动力无限供应趋于结束的状态，就是学术界所称的“刘易斯拐点”。这个名称来自美国经济学家刘易斯1954年的一篇论劳动力无限供应结束的论文。

按照中国学者的研究，“刘易斯拐点”在中国出现的时候，是2004年。只不过2004年时，大家谁也没有感觉到这个“拐点”的出现。这就像人的体质的下降，起始阶段可能毫无症状，因此十分难以察觉。但若继续无规律的生活，一旦发现，可能已出现一些难以挽回的症状了。

从2004年“刘易斯拐点”出现，到2008年春运过后首次感觉到劳动力短缺，这中间过了四年左右的时间。问题是：等到第一线的私营老板感受到劳动力短缺的痛楚，问题已经比较严重了。

于是，提高劳动力的薪酬，是私营老板们面对这一痛楚几乎唯一的选择。因此最近几年，我们看到珠江三角洲一带的薪酬水平大幅提高。但问题是：薪酬提高对打工者来说自然是喜事，对企业经营者来说，在

潜在利润尚未实现的情况下，则是一种无形的负担。用学理的话来说，当薪酬水平的提高超过GDP潜在增长的时候，往往会隐含着一种潜在的问题。

中国今天和未来面对的，正是这样一种状况。坦率地说，这种状况是令人担忧的。

有必要重新讨论计划生育国策

“刘易斯拐点”的出现，其实是中国未来若干年人口红利下降的第一个先兆。

“人口红利”这个名词，过去若干年我们经常听到，也成为中国过去若干年取得重大成就的众多关键性因素之一。但究竟什么是人口红利？中国是否正在面临人口红利消失的情况？一旦人口红利消失，对中国未来若干年究竟有多少损失？中国应该如何调整和应对，才能在没有人口红利的情况下，继续维持经济的高速发展或至少是可持续发展？

用最为通俗的话来说，所谓人口红利，就是在一个经济体内部，干活儿的人比吃饭的人多。用较为学术的话来说，所谓人口红利，是指一个国家的劳动年龄人口占总人口比重较大，抚养率比较低，为经济发展创造了有利的人口条件，整个国家的经济呈高储蓄、高投资和高增长的局面。

一般所说的人口红利可以分为两种。第一种人口红利指劳动力人口非常多，从而能够提供廉价劳动力，经济中存在充足的劳动力供给和高储蓄率；第二种人口红利是指进入老龄化后，人们特别是高龄劳动者预期将来会变老，会有更强的储蓄动机，从而会形成额外的积累。第二种人口红利在第一种人口红利即将结束的时候就开始积累，而且第二种人口红利是可以无限延续的。

过去若干年，由于少儿抚养比例迅速下降，劳动年龄人口比例上升，在老年人口比例达到较高水平之前，中国相对形成一个劳动力资源相对丰富、抚养负担轻、于经济发展十分有利的环境，人口经济学家称之为“人口红利”。一段时间内，中国的人口年龄结构就处在人口红利的阶段，每年供给的劳动力总量约为1 000万，劳动人口比例较高，保证了经济增长中的劳动力需求。由于人口老龄化高峰尚未到来，社会保障支出负担轻，财富积累速度比较快。劳动力资源丰富和成本优势已经使中国成为世界工厂和世界经济增长的引擎。

但这种情况在近年却出现了本质变化。长期以来就像空气之于我们一样自然、平常的人口红利，正在渐渐离我们远去。

根据最新的研究结果，中国16~59岁的有工作能力的劳动力人口总数，在2012年已经见顶，比上年减少345万人；即便再将具有工作能力的劳动力人口总数放宽五年，中国16~64岁的劳动力人口总数，也将于2015年见顶。

不可忽视的是：今天的中国，计划生育政策已有松动，但在可预期的未来，基本上没有大规模调整这一国策的迹象。30多年前中国处于落后阶段时，人口多而经济机会少，因此人口多自然就成为负担。正如马尔萨斯人口论所阐述的那样，一个经济体内生活资料以算术级增长（亦即遵循1，2，3，4，5等的增长级数），而人口则呈几何级数增长（亦即遵循2，4，6，8，16的增长级数），因此对一个落后经济体来说，几何级数的人口增长自然是灾难，用计划生育来控制人口的绝对增长，无疑是一个理性的抉择。

但这一理论忽略了另一个基本情况：当经济高速发展之后，经济体内部将产生许多乃至无限的需求，这些需求将转换成许多工作岗位，需要有合适的劳动力来填补，这必然又将创造出许多乃至无限的生活资料。因此，当经过30多年的改革开放，20多年的市场经济，尤其是十多年来全面融入全球化进程之后，当中国经济需要越来越多的劳动力来填

补空缺的时候，原有的计划生育国策就有重新探讨的必要了。

问题是：这一国策在可预期的未来，恐怕很难得到根本扭转，因为它涉及的还有短期中国经济和社会的一系列深层问题。既然这样，一个合乎逻辑的结论就是：从2015年开始，至少在2033~2035年之前，中国将必须在没有人口红利的情况下，继续寻找有望高速增长的潜力和前景。

GDP增长将步入“6”时代

瑞银集团特约首席经济学家

汪涛

2015~2016年中国经济透视

尽管未来稳增长政策会加码、美国经济稳步复苏也将支撑外需，但未来两年房地产下滑对内需的拖累幅度将会更大，因此预计2015~2016年中国GDP增速将进一步放缓。在此背景下，预计通胀将在2015年下行、2016年企稳。

由于中国经济的体量已显著扩张，预计2015年6%的GDP增速能比2008年10%以上的增速创造出更多的新增就业。此外，新增劳动力供给不断减少，而劳动密集型的服务业稳健增长，因此就业目标本身带来的稳增长压力小于以往。

为防范金融风险、保持金融体系稳定，决策层应会避免使用货币政策来进行强刺激，但与此同时，央行也有必要在资本大规模外流时保证流动性充裕。预计央行将在2015年底前三次下调贷款基准利率，以降低实际利率、防止不良贷款快速大幅上升。在强势美元背景下，预计人民币将对美元小幅贬值，2015年底兑美元汇率将达6.35左右。

为缓冲房地产下滑和外部不确定因素的影响，预计决策层将加快推进有利于增长的服务业改革并扩大社保覆盖范围，以促进服务业消费和投资。房地产下滑还会倒逼地方政府融资、资本市场和国企重组等领域

的改革步伐加快。

2015年经济增速面临的风险将偏下行。有15%的概率会出现房地产活动急剧下滑、拖累2015年GDP增速至5+%的风险情形。但考虑到我国居民部门储蓄率较高、资本账户仍大体封闭、银行体系国有成分较高，且政府债务水平依然可控，所以短期内中国爆发金融危机的可能性并不大。

房地产下滑预计仍将拖累经济增长

2015年中国GDP增速将放缓至6.8%、2016年降至6.5%。房地产下滑仍是内需和整体经济的主要拖累，将继续抑制建设活动、重工业生产和投资，加剧地方政府财政困境，并拖累收入增速。

房地产行业已经面临供给过剩、内在需求疲弱的结构性拐点。在这一背景下，虽然近期限购和限贷政策放松有助于在未来几个月改善市场信心、提振销售，加快户籍改革步伐也会在一定程度上支撑住房需求，但短期内房地产销售大幅反弹的难度很大。此外，即便未来政策进一步放松，开发商为了消化库存压力、适应行业结构性拐点，仍会在2015年继续削减土地购置和开工。2015年新开工面积将在2014年下跌10%的基础上再跌10%~15%，直到2016年才有望企稳，以施工面积衡量的建设活动增速预计将在2015年放缓至0~5%，2016年还会继续小幅回落。

房地产建设活动持续放缓将对金属、采矿、建材、机械、汽车、家电等行业带来越来越大的负面拖累。这些行业需求下降、现金流恶化又会进而影响其投资。随着收入增速放缓，再加上负财富效应，消费最终也难独善其身。我们的敏感性分析结果显示，房地产和建筑业产出增速每放缓10个百分点，对GDP增速的直接和间接拖累将达2.5~3个百分点。我们预计2014年房地产下滑已拖累了GDP增速1.2~1.5个百分点，而

微刺激措施只抵消了其中的一部分。在我们的基准预测下，2015年房地产建设活动放缓仍会拖累GDP增速1.5个百分点左右。

房地产下滑导致的实体经济调整将通过需求端的各种渠道带来去通胀甚至通缩的压力。金属和矿产品价格首当其冲。工业部门产能过剩情况可能加剧，从而进一步抑制工业产品价格。房地产和工业活动下滑还将导致工资增速放缓。鉴于此，即便食品价格上涨和部分公用事业价格上调未来会给通胀带来一定的支撑，预计2015年CPI通胀率仍将从2014年的2.2%降至1.8%。之后随着大宗商品价格企稳、食品价格继续上涨，2016年CPI通胀率可能将小幅回升至2%。

稳增长政策加码、全球经济复苏应将起到缓冲作用

鉴于房地产下滑严重拖累经济，2015年决策层将继续加码稳增长政策。房地产政策方面，未来决策层还可能降低目前依然较高的房贷首付比例、定向下调房贷利率，或减免交易环节税费。除此之外，决策层还可能加快三、四线城市户籍改革。

此外，预计决策层将再上马一批带动作用强的基建项目。其配套资金将来自于政策性银行、增加政府债券发行规模或通过推广PPP模式吸引社会资本。

未来两年发达经济体持续复苏有望支撑中国的外需。瑞银预计全球经济增速将从2014年的3.3%，小幅加快至2015年的3.5%和2016年的3.6%。受益于积压需求释放、经济复苏不确定性下降、金融条件宽松、财政政策回归中性，美国（预计经济增速从2014年的2.3%，加快到2015年的2.9%和2016年的2.8%）和英国有望引领全球经济复苏。与此同时，尽管近期经济数据表现弱于预期，预计2015年和2016年欧元区GDP增速将回升至1.2%和1.6%。

在此背景下，预计2015年中国出口增速将小幅加快至8.5%。瑞银全球宏观团队研究发现，制约出口强劲反弹的因素包括：（1）发达经济体的需求进口弹性有下降的迹象；（2）由于过去几年劳动力成本大幅上升、人民币不断升值，中国在部分行业的出口竞争力已被削弱。另一方面，受制于内需疲弱，进口增速预计将慢于出口。因此，预计净出口将拉动2015~2016年GDP增长0.2~0.4个百分点，从而在一定程度上抵消内需的疲弱。

经济增长放慢应不会给就业带来明显压力

20世纪90年代以来，我国GDP增速从未跌至7%以下，这在相当程度上得益于决策层往往在经济面临内外冲击时出台强有力的刺激政策，防止增速下滑。这背后的主要逻辑便是保障就业，从而间接维持社会稳定。如果2015~2016年GDP增速跌破7%，就业会出现大问题吗？决策层真能容忍这一幅度的增速放缓吗？

我们认为，就劳动力市场本身而言，GDP增速降至6.5%并不会带来大问题。首先，按可比价格计算，中国经济当前的规模是10年前的3.6倍、2008年的2.5倍。如果经济结构不发生变化，即便当前GDP增速降至6.8%、就业增速随之放缓，所创造的新增就业量也与2008年11%的GDP增速所创造的大致相当。其次，服务业的劳动密集度比工业高出50%，而2011年以来服务业增长较快，在经济中的占比也显著提高。这可能也是过去几年劳动力市场保持稳健的重要原因之一。最后，决策层已大大简化了服务业，特别是小微企业的审批流程，降低其税费，并且还降低了医疗、保险、公用事业、物流等行业的准入门槛。这些措施将有助于支撑未来几年的就业增长。

供给面的因素也同样重要。中国的劳动年龄人口已开始减少，新增劳动力供给已在下降。按联合国人口署预测，过去5年劳动年龄人口规

模几乎没有变化，而未来5年将缩减800万人。当然，随着剩余劳动力从农业部门转移出来，非农部门劳动力供给未来仍将继续增加。然而，随着劳动年龄人口减少，即便经济增速放缓、农业劳动力向非农部门转移的空间也不会受到太大影响。

相比10年前甚至几年前，劳动力市场的供求变化意味着中国面临的就业压力已有所减轻，因此稳定就业所需的经济增速也比以往低。假设劳动生产力继续稳步上升，再加上劳动密集型的服务业占比逐步提高，估计2015~2016年非农部门GDP增长6%~7%、整体GDP增长6%~6.8%足以创造每年1 100万人以上的新增非农就业，从而维持劳动力市场稳定。更长远地看，随着农业劳动力进一步转移、服务业增速提升，未来6%以下的GDP增速也可维持劳动力市场稳定。

当然，这并不意味着2015年就业市场不会面临下行压力。就业数据是滞后指标，且由于几年前开工的项目仍处于在建阶段，再加上过去两年基建投资较快增长，目前全社会建设活动尚未明显下滑。随着未来房地产相关建设活动进一步下滑、更多采矿和重工业企业停产，2015年就业市场边际上将面临更大压力、出现更多失业。

有必要通过加强流动性支持和降息来防范金融风险

鉴于当前就业压力并不明显，有观点认为决策层或许会容忍房地产行业的自发调整，以推动经济转型和再平衡。考虑到债务高企、产能过剩及信贷配置效率低下，如果实施类似于全球金融危机后推行的极度宽松的货币政策和刺激措施，将只会进一步加剧结构失衡、积累金融风险。这一点在决策圈也已经形成了共识。

但即便如此，决策层还是有必要确保这一调整过程尽可能平稳、可控，从而降低硬着陆的尾部风险和系统性金融风险。房地产相关的建筑

业和工业在就业中的占比仍然较高。此外，经由银行贷款、影子银行信贷，再加上房屋和土地被广泛用作抵押品，金融体系对房地产的风险敞口较大。因此，在房地产快速下滑时，就业和金融稳定都很容易受到冲击。简言之，货币和宏观政策无论刺激过度还是支持力度太小，都可能加剧金融体系风险。因此，决策层面临的挑战是如何在不同政策目标间寻求微妙的平衡。

鉴于此，我们认为，为避免体系内业已存在的金融风险进一步积聚，决策层不会在2015~2016年出台类似2008~2009年的大规模刺激政策。但为了确保金融体系稳定、避免经济硬着陆，我们认为央行将会：（1）通过多种渠道确保金融体系流动性充裕，包括在必要时降准（如资本大规模外流时）；（2）在通胀下行的背景下，到2015年底前累计下调贷款基准利率75个基点，以降低实际利率、防止不良贷款激增；存款基准利率下调幅度可能会略低。

如前所述，我们认为这些措施并非货币强刺激，而是在境外资本波动加剧、实体经济现金流恶化的背景下必要的防风险措施，以保证金融体系流动性充裕，并减轻债务负担、延缓不良贷款生成速度。预计随着未来几年全球主要央行货币政策走向分化、美联储加息推高全球利率，跨境资本流动的波动将会加剧、美元将步入升值轨道。面对这一复杂的外部环境，以及随之不断变化的人民币汇率预期，央行有必要更积极主动地调节流动性。

我们预计，虽然外贸顺差将在外需复苏和进口疲弱的推动下逐渐扩大，但2015~2016年资本账户将陷入逆差；随着未来几年境内外利差开始收窄、人民币升值预期减弱，套利资本流入可能会有所消退；此外，加快资本账户开放、国内外相关资产价格变化也将激发更大规模的对外直接投资，促使居民部门向海外配置资产，从而导致资本外流增加。

不过另一方面，决策层推进人民币国际化的意图、来自主要贸易伙伴的政治压力及央行对国内金融稳定的顾虑也会支撑人民币汇率。考虑

到美元强势，预计人民币相对美元将小幅贬值，人民币兑美元汇率预计将在2015年底达到6.35左右、2016年底达6.40，但这期间仍可能出现阶段性升值，且双向波动增大。

改革步伐预计将加快

党的十八届三中全会以来的改革进程基本符合我们的预期，其中政府职能转变、资源能源价格、“营改增”、预算管理、计划生育和社保等领域的改革推进步伐较快。

未来两年，随着政府系统性地推进“依法治国”、房地产下滑进一步拖累经济增长，我们认为推进改革的空间和压力都将增大。为了稳增长，预计决策层将加速推动有利于增长、能够扩大内需的改革，包括：（1）进一步简政放权，推行“负面清单”管理；（2）加快中小城镇户籍改革；（3）进一步扩大养老和医保覆盖范围，使异地结算和转移更加便利；（4）进一步放宽社会资本和外资进入公用事业和服务业；（5）加快包括农地流转在内的农村改革。

虽然这些措施短期内对经济的拉动作用十分有限，但有助于在中长期鼓励社会资本投资，特别是服务业投资。此外，通过支持就业和收入增速、降低居民储蓄率，这些措施还将促进消费。鉴于此，虽然房地产活动持续下滑，预计2015~2016年消费增长仍将大体平稳。消费稳健增长，再加上房地产和重工业投资放缓，未来几年经济将继续缓慢转型。

随着房地产下滑导致国企和地方政府财务状况恶化，2015~2016年地方政府财政和国企（尤其是地方国企）等领域的改革将加快步伐。决策层已经出台了新的地方政府债务管理框架，将其纳入更严格的预算管理（参见瑞银集团2014年10月8日发布的报告《地方债务解决方案出炉》）。预计新框架下，地方政府债券发行规模将大幅增长，地方政府

可以通过债务置换和重组来降低债务负担，而新框架也通过相关措施来避免地方财政支出大幅滑坡。

面临的风险

预计2015年GDP增速面临的最大下行风险来自房地产下滑幅度超预期，或政策支持效果弱于预期。正如瑞银在《地产泡沫之忧》系列报告中所阐述的，一旦基本面发生根本性变化、市场情绪转变，房地产行业可能面临深幅调整。此外，由于过去几年我国已进行了大规模基建和保障房建设、杠杆率大幅上升，且决策层期望转变增长模式，政策支持的空间将十分有限。我们估计未来将有15%的概率会出现房地产活动急剧下滑或政策支持力度不足、拖累2015年GDP增速至5%以上的风险情形（即硬着陆）。

与此同时，鉴于全球经济复苏不确定性大、步伐参差不齐，外需弱于预期也是一个潜在的下行风险。此外，如果决策层收紧影子银行监管的力度过大，或者未能在资本大规模外流时提供充足的流动性，也会带来流动性和信贷意外收缩的风险。

我们预测面临的主要上行风险来自出口增速超预期、房地产活动下滑幅度较预期温和，以及政策放松力度较大。不过，总体而言，我们认为当前预测面临的下行风险大于上行风险。

值得重申的是，虽然2015年有15%的概率出现经济增速大滑坡的情形，我们也认为中国并不会爆发金融危机。正如之前反复强调的：由于资本账户仍受管制、金融市场尚在发展中，银行仍拥有稳定且成本较低的存款（即便将表外存贷款计算在内，广义贷存比也仍低于100％）；政府仍持有全部或大部分银行的股份，会在必要时救助银行；较为普遍的政府管制意味着违约更有可能通过长期谈判和缓慢重组来化解，而不

是任由市场力量推动资产快速减值和一系列的去杠杆，从而引发金融危机。

---

1. 作者与瑞银集团经济学家胡志鹏联合撰文。

中国经济的核心挑战

国富投资首席经济学家
刘海影

中国经济经历了严峻考验：在2014年一季度的糟糕数据之后，中央政府开始不断加码微刺激政策，各地也推出了总规模不下10万亿元的各类刺激规划，即使如此，经济仅仅稳定了几个月时间，警讯随后再次传来。迫于此，接近2014年底的时候，政府不得不半公开地放弃“不放水、不刺激”的政策导向，以降息以及各种定量宽松为标志，执行更大力度的刺激政策。这突出地表明，在确定2014年7.5%的经济增速目标时，政府对经济结构中的内在挑战估计不足。

现在，政府对于形势有了更加现实的评估，提出“要主动适应经济发展新常态，保持经济运行在合理区间，并明确了坚持稳中求进工作总基调”。那么，所谓的合理区间到底是多少？2015年经济的核心挑战是什么？

对此，有一派意见认为，中国仍旧可以维持相当长时间的高速增长。这一派意见的能量仍旧相当强大，可以分为轻快乐观派与忧虑乐观派两类。第一类意见大致只是将过去的增长路径线性外推到未来，本质上不外乎是说，既然我们过去可以这样增长，为什么以后不能？林毅夫教授更特别举出亚洲的几个经济成功发展的案例，如日本、新加坡、中国台湾地区和韩国，在达到了相当于美国人均GDP水平的1/5之后，都保持了20年的8%或更高的平均增长速度。中国目前的人均GDP大约也是美国的1/5，只要中国继续发挥比较优势，没有理由怀疑中国不能像日韩等一样继续增长另一个20年。

对此的反对意见是，经济赶超以后发优势为前提，但要使得后发优势得以发挥，需要建设与维护一种增长机制，而众多具有巨大后发优势但却没有实现经济增长的国家恰是因为没有建设这样的机制而败落。例如，与韩国一线之隔的朝鲜，其后发优势可谓巨大，却迄今未能解决温饱问题。因此，对于众多的赶超经济体而言，重要的并非后发优势，而是增长机制；分析中国经济长期增长潜力，必须具体分析中国经济增长机制。

这方面，忧虑乐观派做出了更加扎实的分析。他们承认，中国要继续维持高增长，必须对经济模式做出改变。例如，从前面的论述不难理解，以债务支撑的天量投资不可能持续。这一派意见认识到，中国经济必须降低对投资的依赖，他们将增长的希望寄托在消费驱动上。例如，美国彼特森国际经济研究院的尼克·拉迪（Nick Lardy）认为，消费的高速增长可以抵消投资增速下滑的影响，令中国经济增长维持高速度。这一点自然是不难反驳的，归根到底，消费增长是结果而非原因，消费只是对产出的消耗，无法扩张生产可能性边界——讽刺的是，轻快乐观派反而正确地认识到，消费无法拉动增长。

因此，简单来说，忧虑乐观派正确地认识到中国的投资拉动模式不可持续，却错误地认为消费可以拉动经济增长；轻快乐观派正确地认识到消费不可能拉动经济增长，却错误地认为中国的投资增长可以维持。

别的学者从人口结构、要素增长与全要素增长等角度分析问题，得出的结论要悲观一些。例如，社科院人口研究所经济学家蔡昉认为，中国从2004年开始越过刘易斯拐点，2010年开始劳动力人口数出现绝对下滑，而之前中国经济的快速增长在很大程度上受益于人口红利。人口结构的巨变可能构成一个主要因素，导致中国经济增速到2020年降低到6%附近。

我们的分析指出，中国经济增速下滑的压力比这一估算要大得多，其主要原因也不是人口结构，而是经济结构。

旧模式破局

到2014年，中国非政府债务占GDP比例已经高居全球第一；而比债务数字更加重要的是债务所揭示的经济关系。在经济学意义上，债务意味着经济组织依靠外源融资来支持自己的“投机”冒险。如果一个投资项目具有合格的投资回报率，投资是自我清偿的，经过一个周期，债务会清零；如果一个项目不具备合格的投资回报率，但由于某种体制性因素难以退出，其生存就会要求源源不断地融资支持，在实体层面出现所谓的僵尸企业与过剩产能，在金融层面出现债务比例的不断上升。这正是在中国发生的故事。中国企业负债率持续、快速上升的背后，反映的是社会资源不断流入无效投资项目，这不仅表示中国经济体创造有效投资机会能力的下滑，也反映中国经济体制挤出无效产能能力的下滑。这一无效体制制造了对资金需求的黑洞，利率的上升并不能阻止这种黑洞般的需求，反而压缩了民间项目的融资空间。其结果是，中国经济的过剩产能率超过33%，非政府债务占GDP比例超过180%，联袂而行并不断创出新高。

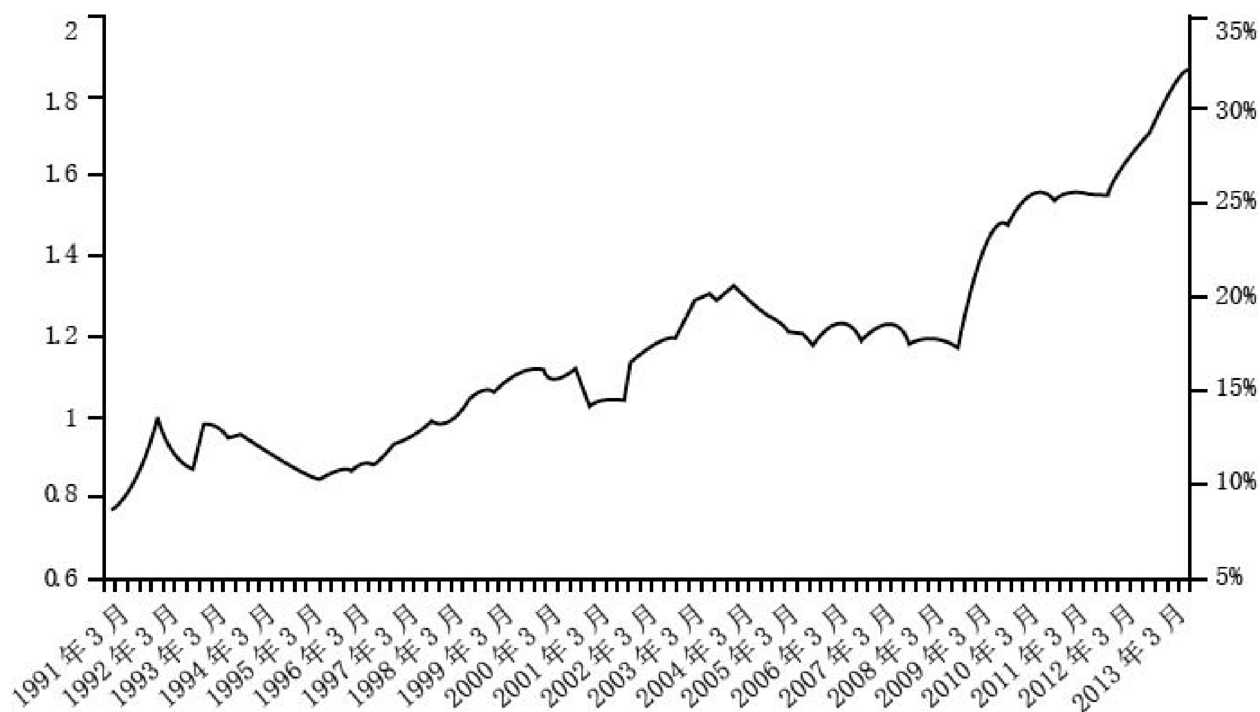


图4–1 中国经济的过剩产能和债务比例（1991.3~2013.3）

这样，一方面在庞大的过剩产能压力之下，中国PPI指数连续33个月为负（截至2014年11月），体现出明确的通货紧缩特征，推高了经济的实际利率水平。另一方面，政府控制社会融资总量的政策并没有能力识别这些高成本的融资资源被配置给哪些微观经济个体；反而，由于体制性的因素，在影子银行等监管套利创新的帮助之下，资金源源不断地流往地方政府融资平台、房地产企业、过剩行业僵尸企业。更加严重的是，债务链条的“共荣共损”导致经济主体各方都积极维护影子银行业务的刚性兑付，其本质无外乎各方透支作为最后兜底人的中央政府信誉，将高风险债务按照无风险产品出售给储蓄者，并迫使中央政府为之提供卖出期权保险。

这一模式贯穿中国经济过去20年历史，而它之所以从2015年开始将会遭遇更大挑战，是基于中国经济长期的结构性缺陷。

2015年的经济形势可以分为国际与国内两方面来讨论。

全球经济难言繁荣。我们的量化预测模型显示，美国经济在2015年将继续维持弱增长格局，增速低于2014年，欧洲、日本、其他发展中国家经济也很难快速增长。从本质上讲，美国经济在2008年遭遇的金融危机是实体经济与金融运作同时患病的结果。1997年东南亚金融危机之后，出口导向的东亚与东南亚各国不约而同地将本币汇率压制在过低水平上，强化出口的同时累积了天量美元外汇储备。对美国经济而言，高估的美元鼓励了美国的消费扩张，美国贸易逆差大幅扩张，同时，大量的国际资金流入压低了资金成本。两方面的因素叠加，美国经济享受了一段轻松日子，不仅耐用消费品工业蓬勃发展，房地产市场也一路高扬。利润率提升与经济波动下滑鼓励银行界与企业、家庭大幅扩张其债务杠杆率，以至于到2008年美国金融危机爆发前，其非政府债务占GDP比例直线上升到176%。

杠杆率的扩张提供了夸张的购买力，导致美国经济过剩产能堆积。2008年危机爆发之后，美国实体经济展开痛苦的去杠杆之旅。以政府加杠杆为代价，美国居民与企业都大幅度地改善其资产负债表，非政府债务比例从176%的最高点下滑到2013年的156%，降低了20个百分点。与此同时，过剩产能也从最高点的29%降低到23.5%。这自然是巨大的成就。事实上，美国非债务杠杆率的下滑超出欧洲与日本，是三个发达经济体中最大者。

然而，这并不表示美国经济已经完成自我救赎。在去杠杆的过程之中，白宫连续数年维持着超万亿美元的财政赤字，联邦政府债务从2008年底的9.9万亿美元上升到16.1万亿美元，上升了60%，与GDP之比从65%上升到2014年的96%。同时，美联储正确地吸取了大萧条的教训，在危机时刻承担起最后贷款人与最后交易商的角色，避免了美国银行倒闭潮。为此，美联储不仅将政策利率降低到零，更将自己的资产负债表规模从危机前的8 000多亿美元扩张到2014年超过4万亿美元，数年时间超过了过去一个世纪的4倍。

超宽松财政政策与货币政策创造了一个友善的政策空间，允许经济去杠杆过程得以展开，但不论是财政政策还是货币政策都已经走到转折点。美国联邦政府债务屡屡触及上限，几无继续增长空间。实际上，从2013年开始，白宫的预算赤字已经在大幅下滑，未来仍将持续，而同时美联储的量化宽松政策在2014年结束。这样，失去了财政政策与货币政策的支持，实体经济必须依靠自己的力量继续去杠杆、去过剩产能，并寻求经济增长的动力。

从杠杆角度，1965年至今美国平均非政府债务比例为114%，现在的166%仍旧过高；从过剩产能角度，美国1967年至今的平均过剩产能率为20%，现在的23%也仍旧有下滑空间。去杠杆、去产能的压力之下，美国经济增速轴心已经出现下滑，不仅在2014年，而且在此之后都难以恢复到长期平均速度。

而美国经济已经是发达经济体中取得最大进展的经济体。欧洲去杠杆力度极小，而日本仍旧深陷停滞泥潭。

在外围经济无法寄予厚望的情况下，伴随着人民币大幅升值、劳动力成本快速提升、劳动生产率改进速度降低，已经占据全球第一贸易大国位置的中国经济失去了进一步扩大其贸易占比的能力。从2014年起，中国出口增速都将维持在个位数水平，难以带给中国经济急需的提振。

更进一步，中国经济创造有效投资机会的能力下滑、过剩产能严重，将会继续压低制造业增长速度。我们的量化模型预测，出口仍旧只能以个位数增长，增速或低于2014年，固定投资增速2015年将会降低到16%左右，工业增加值增速将会降低到6.4%左右。按照PPI指数来衡量的通货紧缩将会持续，2015年内都难以转为正数，企业盈利在2014年出现的微弱反弹在经济增速下滑、通货紧缩、利率高企三种压力之下夭折，2015年滑落到个位数。零售消费增速也将降低，但好于工业经济的表现，可能维持在接近11%的水平。如此，我们的量化模型预测，2015年中国经济增速将可能降低至6.8%左右。

加杠杆两难

上述逻辑的核心，是中国加杠杆运动不可能无限持续。

中国资本形成占GDP的比例近年来一直高达48%左右，如此之高的投资依赖居民储蓄与企业利润提供融资。事实上，后两者之和甚至大于50%，多余部分以贸易顺差形式转移为对外国的融资。从形式上划分，投资资金来源可能来自直接融资与间接融资，前者不会额外增加货币量，而后者则直接参与货币信贷量的创生。如果间接融资比例较大，则货币增速较快。银行体系在这个过程中完成储蓄向投资的转化，不论银行运作如何复杂，其功能仅限于此。换言之，不是货币推升投资，而是

投资推升货币；是投资过多导致货币过多而不是相反。在投资与货币的关系中，前者主动，后者响应。

因此，中国经济的结构性问题的核心是投资过多，导致过剩产能堆积。过度投资有其深刻的体制背景，而投资是否过多，不应该以中国人均资本存量与美国资本存量的对比来衡量，而必须看资本是否能够获取合格的资本回报率。中国投资过多的证据随处可见，从数据上看也十分明显。以非金融类上市公司为例，资本回报率从2007年的8.9%跌至2014年3季度的3.5%，下滑了60%。如此低的整体资本回报率表明，许多企业依靠融资而不是利润维持生存，沦为所谓的僵尸企业。而这些僵尸企业的存在恶化了过剩产能情况，压迫别的公司也难以获得利润。这样，融资规模越大，过剩产能越严重，投资回报率越低，反过来导致融资需求越庞大，这构成了恶性循环。这一机制，在持续升高的债务比例与持续降低的资本回报率中得到了鲜明的印证。

如此，大量僵尸企业得到当地政府的支持，难以顺畅退出，它们获得大量信贷资源，却无助于经济增长。房地产企业受益于房价持续攀升，投资回报率高企。然而，土地价格的不断上扬迫使房地产企业将其盈利悉数再投入，以至于现金流远差于利润。以万科为例，虽然历年利润优异，销售额高速增长，所得获利却全部用于以高昂价格增加土地储备，以至于利润越高、现金流缺口越大，万科的庞大账面利润只是转化为圈下的大片土地，利润增加并未如常规降低融资需求，反而加大了对融资的需求。

地方政府投资平台具有软财务约束，对项目的决策不以经济合理性为依据，而以地方政府的政治偏好为依据。激励不兼容下，负债越大发展越快，地方政府投资平台债务的高速增长不难理解。根据中央审计署的数据，2010年之前地方政府债务按照3年翻番的速度增长；近年来中央政府强力约束，地方政府平台债务的展期将会是一个严肃的问题。

僵尸企业、房地产公司、地方政府三个方面的情况都导致经济对信

贷具有极大的需求，却无法对中国生产可能边界线的扩张做出贡献。而能够对中国经济增长做出实际贡献的民间经济却难以得到充分的融资服务，各类影子银行与地下金融只是部分地弥补了这一需求缺口，却要求前者付出极高的融资成本，约束了经济的增长。传统信贷受到监管部门“掌骨式监管”的控制，但这并不能阻止各类机构不断创造出以“监管套利”为核心的金融创新，如银行同业业务、信托理财产品、影子银行等。两类经济体分别遭遇融资过剩与融资服务不足，两股力量作用之下，弱经济、旺信贷势成必然。

按照内生货币理论，并不存在所谓的“货币空转”，不同类型的融资票据本来就是经由这些环节的输送才能最终变为融资，提供给实体经济。各类融资形式，从最直接的贷款、企业债券到更间接的同业存放、委托贷款、票据贴现、理财产品、信托产品等等，都是这条输送通道的不同形式。出现在统计表格上的货币信贷量反映的是这一输送环节的加总数，它们最终都服务于实体经济的融资需求。

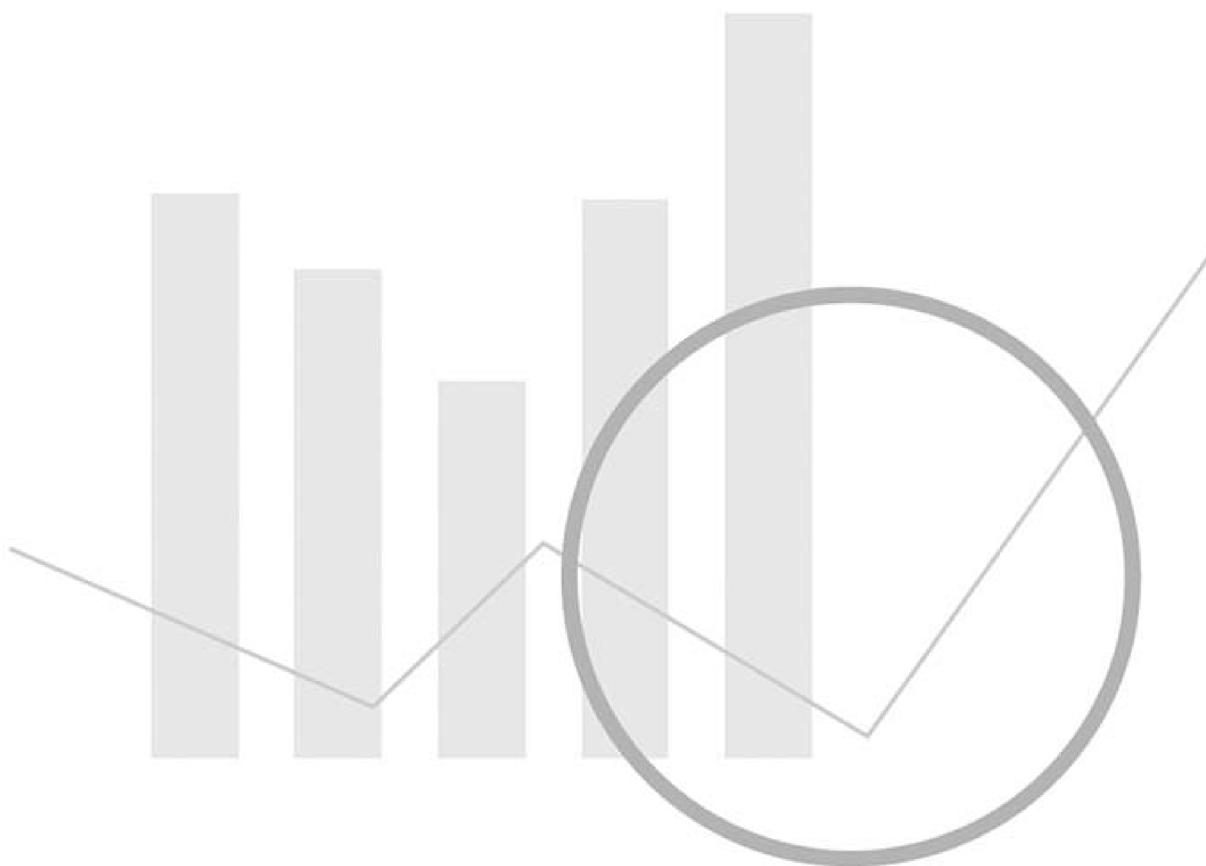
换言之，要救治金融危局，最终必须对实体经济结构进行调整；只动金融不动实体，难以达到目的。面对这一逻辑，一些时候政府决心“保持定力、不刺激”，央行也决定执行中性偏紧的货币政策，希望达到约束无效投资、降低杠杆率的效果。自然地，市场化利率将会飙升。不幸的是，融资者对利率的敏感度是不一样的。过剩产能行业中的僵尸企业、债务杠杆率过高的房地产企业与债台高垒的地方政府，属于对利率不敏感的融资者，相反，更加具有经济理性的民营企业与中小型企业对利率是敏感的。这样，利率的上升并未起到将金融资源导向有效投资的目的，反而进一步恶化了资源配置，而经济增速也会快速下滑。更加重要的是，随着利率的上升，债务的可持续性指标进一步恶化，出现局部支付链条崩溃的风险随之增大，呼声四起，政府不刺激的意志必然动摇。这恰是2014年上半年发生的故事。

看起来，中央政府对于2015年的经济政策已经做出了选择，将会决

定采取宽松政策，以求保住经济增长底线。如果这种政策选择得到有效实施，我们的模型预测，2015年GDP增速有望提升到7%左右。

危险在于，利润降低、利率上升、通货紧缩三种压力之下，某些最弱的行业、最弱的地区有可能爆发出债务支付危机。这些支付承诺链条中最弱的部分可能最终将无法应对还本付息压力，而刚性兑付一旦破局，高风险项目的支付承诺链条将会断裂，而最脆弱链条的破裂将会导致次一级链条破裂。对风险的恐惧将会席卷包括信托、银行与投资者在内的所有玩家，此时，唯一能够对抗风暴的是中央政府。对中央政府（及央行）而言，难处在于，在风暴爆发之前，对杠杆率的扩张必须采取敌视态度，这种态度必将推升利率与资金紧张程度，在上述经济格局中也就可能加大刚性兑付破裂的概率。这一可能性，将会对经济施加下行风险，也可能构成资本市场（包括债券市场、股票市场、房地产市场以及人民币外汇交易市场）的最大风险。

第五章
政策的新常态



为新常态奠基：2015宏观政策取向

国务院发展研究中心副主任

刘世锦[注]

在“三期叠加”的背景下，2011年以来经济运行总体呈持续下行态势。2014年，受房地产转折性变化影响，经济下行压力进一步加大。党中央、国务院坚持底线思维，对短期经济波动表现出足够的定力，对以改革促转型展现出较大决心，采取一系列宏观调控和体制改革举措，经济运行基本平稳，全年经济增长处在预期目标区间。根据近年来经济结构调整的趋势和节奏，新阶段均衡增长点有望逐步确立，2015年增长预期目标确定为7%左右比较适宜。宏观政策应顺势而为，坚守底线，坚持速度服从质量，注重改革释放活力，为中国经济平稳转入新常态和“十三五”顺利开局奠定良好基础。

经济运行基本平稳，结构调整取得新进展

短期经济下行压力有所增加

1. 主要经济指标短期出现整体下滑。

2014年以来，经济运行呈下行态势。进入三季度特别是8月份后，下行压力有所加大，主要经济指标出现整体下滑。从需求侧看，除了消费基本稳定、受价格因素影响实际增速略有提高，投资、出口增速降幅较大。从供给侧看，工业增加值增速月降幅达2.1个百分点，创2008年国际金融危机以来新低；工程机械、发电量、化肥、原煤等工业产品产

量负增长，汽车、集成电路、钢铁、水泥等增幅出现明显下降。同时，受风险控制和市场预期影响，银行惜贷与部分企业贷款需求收缩并存，新增贷款规模和贷款余额增速均出现回落。实体经济与货币信贷都呈下降态势，供给侧降幅超过需求侧。

2. 房地产转折性变化是下行压力加大的重要原因。

根据国际经验，户均住房达到1套左右，房地产新开工面积往往达到峰值。2013年中国城镇户均住房已达到1套，住房市场格局已从供不应求转向供求基本平衡和局部供给过剩。根据国务院发展研究中心测算，在2013年中国房地产新开工面积达到峰值后，从2014年开始逐步下降。2014年以来房地产主要指标全面回落，其中新开工面积、销售面积、新建商品住宅销售均价等指标同比出现负增长。房地产投资增速持续下降，相对于2013年同期和年初降幅均达到6.1个百分点。仅此一项就直接拉低固定资产投资和GDP增速约1.4和0.3个百分点。如果考虑其间接效应，对整体经济的冲击将更加明显，成为短期经济下行压力加大的重要因素。

3. 产能过剩与价格下降放大了供给波动。

供给侧调整幅度偏大、供需变动不匹配的主要原因有三。一是房地产投资快速回落，并向中、上游传导，带动制造业、采掘业等部门的供给增长明显放缓。二是产成品库存被动增加，市场预期恶化，进一步降低产能利用率。8月底工业产成品库存达到3.7万亿，创历史新高，同比增长15.6%，比2013年同期高10个百分点。三是严重的产能过剩压制PPI长期负增长，使其对短期需求波动的敏感度下降。PPI作为工业部门最关键的价格信号，其作用减弱后，企业原本优先调整价格的策略改为被动调整产能，进一步放大供给侧的波动。另外，银行相对收紧了信贷，企业降杠杆力度有所加大，资产负债收缩会导致供给侧加快调整。如果需求不出现进一步恶化，短期供给侧的超调在随后几个月可能会有所缓和，但对市场预期的影响仍需要高度关注。

经济下行中结构调整取得新进展

与以往不同，在经济持续下行中整体效益并没有加速恶化，而且经济结构发生积极变化。

1. 经济下行对就业冲击不明显。

随着中国人口结构的变化，新增劳动力总量压力已经明显减弱。2014年1~9月全国城镇新增就业达到973万人。从全国就业供求分析看，求人倍率稳定在1.1左右，总体上维持求大于供的格局。8月31个大中城市的调查失业率为5%左右，较年初有所下降，并未随经济下行而走高。根据国研中心近期调查显示，2015年预计增加招工的企业占30.3%，持平的占57.3%，减少的占12.4%。

2. 主要效益指标基本稳定。

以往效益指标总体呈高弹性特征，即增长速度越高，效益越好；增速回落，效益指标往往降幅更大。2014年以来，在工业生产明显放缓的同时，效益指标基本稳定。1~8月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长10%，比1~7月回落1.7个百分点，但企业主营业务利润率维持在5.5%左右；年初以来亏损额累计同比增速呈下降趋势；财政收入和税收累计增速分别为8.3%和8%。效益指标由强弹性变为弱弹性，表明市场主体逐步适应宏观环境的变化，赢利模式开始发生转变。

3. 风险累积但总体仍可控。

中国债务余额与GDP之比达到215%左右。在增长放缓的背景下，综合偿债压力会明显加大。当前，因房地产调整带来的部分中小开发商资金链断裂，采掘、钢铁等重化工业深度调整，以及中小企业经营困难加大等，导致一些金融产品出现违约，小贷公司破产，加上联保互保等因素，金融风险进一步暴露。商业银行不良贷款率呈上升趋势，而且拨

备覆盖率总体有所下降。但自2013年以来，中国明显加大了对金融、财政风险的监管和处置力度。对影子银行、非标资产的监管和地方债务管理加强，银行风险有所释放，不良资产的核销处置加快。风险虽在累积但尚在可控范围。

4. 经济结构发生积极变化。

2013年中国第三产业增加值占GDP比重首次超过第二产业，2014年上半年占比继续提高，达到46.6%，服务业成为经济增长的最大来源。消费对经济增长的贡献稳步上升，超过投资成为经济增长第一动力。上半年消费拉动GDP增长4个百分点，比2013年同期提高0.6个百分点。近两年呈现出重化工业去产能、房地产挤泡沫、融资平台去杠杆、消费领域挤浪费等态势，总体有利于加快结构调整。

增长阶段转变进程总体平稳

向中高速过渡的过程中，在增长新均衡点确认之前，经济运行将持续承压。得益于中央“稳中求进”总基调下一系列宏观政策和结构改革的作用，迄今为止，这一进程总体平稳。自2012年以来，经济在一个相对狭窄的范围内波动。在连续10个季度中，GDP当季增速最高值（7.9%）与最低值（7.4%）仅差0.5个百分点。在下行趋势中避免了大起大落，为各类市场主体有序转型创造了较好的宏观环境。

更为重要的是，伴随这一调整过程，经济效益没有大幅滑坡。目前工业增长值增速仅略高于金融危机时的水平，而企业效益、财政收入、就业状况则明显好于当时，这是判定当前中国经济调整总体健康、方向需要坚持的关键依据。转型难免阵痛，但必须做出取舍。正如近期房地产调整幅度虽较大，加大经济下行的压力，但必须看到这种调整是必经的阶段，总体是利大于弊的，是以“短痛”代替“长痛”的现实选择。

经济增长速度高一点，还是低一点，本身并不重要，关键看经济运

行的质量。从国际经验看，经历较长时期高速增长的国家，在转型期容易犯速度依赖症，不愿接受增速下降的事实，从而采取强力刺激，往往导致矛盾进一步积累和拖延，甚至最终引发危机。在转型过程中，利用相关调控手段，平抑经济波动、防止短期过快下滑是必要的，但应坚持速度服从质量的原则，只要守住企业可赢利、就业总体稳定、不发生系统性风险的底线，经济增速低一点并不会引发严重的社会问题，反而有利于借助市场力量推动资产重组、结构调整和培育新增长动力。

新增长均衡点逐步临近，合理制定经济预期目标

确定2015年经济增长的预期目标，很大程度要看中高速增长期经济会在什么水平和什么时间上企稳。根据近年来支撑经济增长因素的变化和调整的节奏，预计新增长阶段的均衡增长点比目前仍低1个百分点左右，时间窗口在2016年前后。

新增长均衡点有望处在6%~6.5%之间

增长阶段转变的实质是增长动力的转变。中国中高速增长阶段的动力结构，既不同于原来快速释放后发优势阶段的挤压式发展模式，也不同于欧美经济体主要依靠创新驱动和消费主导的模式，而会呈现出规模经济和结构变动释放的增长效应仍发挥作用但日趋减弱，质量提升和全要素生产率贡献逐步增强的混合特征，是后发优势巨大潜力继续释放，同时创新前沿不断前推，模仿追赶与自主创新并重的阶段。中国增长潜力仍会高于主要发达经济体。

1. 潜在增速下降，未来5年平均为6.4%左右。

中长期潜在增长率主要由劳动力、资本积累和技术进步等供给因素决定。首先，资本回报率已出现较大下降。中国资本回报率2009年以后

出现了重大变化，由以前的平均17%左右下滑至12%左右，目前这种下滑态势还在继续，单位增量资本对增长的贡献明显降低。其次，人口结构和劳动力供给发生转折性变化，劳动力峰值已过，劳动力成本的持续较快上升，储蓄率趋于下降，传统低成本比较优势明显削弱。最后，技术进步速度明显放缓。1978~2011年间中国全要素生产率平均增速为3.6%，自2011年以来已经降到1.1%。简单技术模仿空间变小，农业部门向非农部门转化释放的生产率提升效应明显减弱。综合测算，未来5年时间，中国经济潜在增速平均为6.4%左右。

2. 需求调整速度决定新阶段企稳的时间。

供给因素决定增长的均衡点，但向这个均衡点靠近的节奏和速度，主要取决于需求侧调整和结构变化的进度。

一是出口调整基本到位。从2002到2011年出口年均增长23%，2012年以来出口增速下调至7%左右，但仍高于同期世界贸易增速，国际市场份额持续小幅提高。在近两年经济下调中，出口拉动行业的投资和增加值增速下降幅度相对较小。预计出口增长有望在较长时期维持在5%~10%的水平。

二是投资下调有望在近两年完成，增速在11%左右企稳。房地产市场进入转折期，投资增速有望在近两年内由过去的25%左右快速下调到5%左右，然后相对企稳。钢铁、水泥等产值已处于峰值附近，重化工业产能整体过剩，汽车生产和消费进入相对较低的增长期，制造业投资增长已由过去的30%左右下降到15%左右，有望在12%左右企稳。中国基建投资高峰期已过，未来仍有一定空间，但受地方财力、项目特点等限制，增速将由过去的25%左右下降到13%左右。另外，服务业特别是生产性服务业等仍将保持快速增长，占整体投资比重会明显上升。

三是消费增长还有一定回落空间。随着经济增长放缓和劳动生产率增长减速，收入增长将有所放缓，住房、汽车带动的消费增长效应逐步

减弱，信息等新消费形态会继续快速增长。预计最终消费支出和社会消费品零售总额实际增速分别回调到6%和10%左右。

由于需求端受短期因素干扰更明显，据此测算的GDP增速在2016年可能会调整到6%~6.5%的区间，基本与潜在增速的均衡水平持平。逼近均衡点的时间，是快一点还是慢一点，取决于短期扰动、宏观政策取向和经济社会的承受能力。根据需求结构变化和近几年经济调整的节奏，明后两年是关键的窗口期，2016年最有可能调整到位。

2015年GDP预期增长设为7%左右较适宜

1. 全球经济继续分化，外需保持低速增长。

世界经济仍处于危机后的大调整阶段，由于内部结构差异明显，各区域发展状况更趋分化，但总体有望维持低增长态势。一是美国经济增长稳定。虽然劳动参与率短期不会有明显的改善，但失业率已稳步下降到5.9%。受能源成本下降、消费和投资增长企稳、国际资本回流等因素支撑，美国经济有望维持稳定增长态势，预计2015年达到3%左右。二是欧盟经济降中趋稳。受高失业、低通胀和结构问题牵制，欧盟经济复苏乏力。宽松货币政策和欧元贬值，以及西班牙等南欧经济企稳，2015年欧盟经济有望止跌回稳。三是日本经济低位增长。消费税率提升引发经济增长大幅波动的效应减弱，再次提高消费税率的可能性不能排除。预计2015年GDP增长1.2%左右，略高于2014年。四是新兴市场国家增长小幅回升。受发达经济体需求带动，新兴市场经济增速将略有回升，但由于自身潜在增长率和大宗商品价格下降，以及资金外流等影响，回升势头依然脆弱。另外，美国2015年上半年加息对国际资本流动的影响，欧元区量化宽松的实际规模和效应，以及乌克兰等地缘政治危机的演变等，都是需要高度关注的外部不确定因素。预计2015年中国出口增速将在7%左右。

2. 投资继续下行，消费稳中略降。

新执行的信贷政策，对2014年四季度和2015年房地产销售增长，特别是一、二线城市会有积极作用，也有利于改善房地产开发企业的资金状况。但受转折性调整和高企的库存决定，房地产投资下行态势不会逆转，预计2015年房地产投资增速为7%左右。考虑加速折旧、税收优惠等政策，以及设备更新、新兴产业带动和出口趋稳等因素，制造业投资降幅不大，预计增长13%左右。若中央财政不扩大支持力度，基础设施投资增速将有所回落，PPP模式短期仍难担当大任。受收入增长小幅放缓、与住房相关的消费收缩，以及大宗商品价格走低等因素影响，2015年消费增长维持稳中略降的态势。

2015、2016两年是“十二五”规划收官和“十三五”规划开局之年，也是中国经济平稳转入新增长阶段的关键时期。宏观政策需要顺应目前调整的趋势，并对短期意外冲击保持警惕，将经济波动控制在较小范围内。综合内外条件，2015年预期增长目标定在7%左右较为适宜。

以提质增效为中心，主动适应发展新常态

正确认识“三期叠加”的阶段特征，在经济增长向中高速靠近、呈现出新的常态化的关键时期，需要着力处理好速度与质量的关系，力争速度下台阶的同时质量上台阶；着力防控和化解风险，保持宏观政策的连续性、稳定性，在引导风险有序释放的同时，防止风险矛盾激化并引发系统性风险；着力将深化改革与扩大内需有机结合，坚持以开放促改革，把有利于稳增长、促创新的改革举措放在优先位置。2015年宏观政策总体思路，应继续坚持稳中求进、以进促稳，以提高经济增长质量和效益为中心，以深化改革和结构调整为动力，把防范化解风险放在更加突出的位置，继续实施积极财政政策和稳健的货币政策，保就业、稳效益、控风险、促创新，推动经济社会平稳健康可持续发展。

1. 继续实施稳健的货币政策和积极的财政政策。

2015年应继续实施稳健的货币政策，保持社会融资总量的合理增长，在防止局部风险扩散的同时，为实体经济提供相对宽松的资金环境，稳健取向下政策要更加灵活；实施积极的财政政策，适度扩大财政赤字，进一步发挥经济稳定器和促进结构改革的作用，并对投资可能出现的超预期下滑做好相关预案；赤字资金要重点用于综合减税，技改贴息，基础设施建设，并对投资可能出现的超预期下滑做好相关预案。着力盘活财政沉淀资金，优化存量资金结构。

2. 加大企业债务重组支持，避免金融风险扩散。

实体经济调整必然表现为金融资产的重新配置和价格重估，要防止由此引发的金融体系连环紧缩。加快银行债务重组，适当放宽商业银行不良贷款冲销的财务规定，允许免除的贷款本金或利息作为不良贷款进行冲销，抵免所得税。尽快将企业担保信息纳入征信系统共享，减少因信息不对称造成的资金错配。对于那些管理较好、产品有市场、有新产品和技术储备，但因债务压力导致经营暂时困难的企业，要给予信贷支持，并加快银行债务重组。

3. 逐步释放改善性需求，促进房地产市场软着陆。

房地产投资增速平稳回落是经济顺利迈向新常态的基础。在已经出台的信贷政策基础上，一是清理、调整房地产市场高速增长时期的税费政策，降低交易环节税费，鼓励梯度消费，有序释放居民改善性需求；二是研究建立利率和首付比例反向调节的机制，防范未来因基准利率下调可能引发的泡沫风险；三是适当收紧三、四线城市住房土地供应规模，防止产能过剩问题在房地产领域蔓延；四是进一步完善住房保障方式，对市场供应量过大、库存较高的城市，可探索货币化安置、租金补贴等，也可集中采购普通商品房作为棚改安置房或保障房，促进社会住房资源优化配置。

4. 促进汽车、信息、旅游等消费热点和网络购物等消费模式加快发

展。

政府消费退出、房地产及其相关消费增速快速下降后，新消费热点的培育需要进一步加强。包括新能源汽车在内的汽车产业正处于较快发展阶段，应该调整税费政策，加大对汽车生产和消费领域的支持。进一步加大信息化基础设施投资，降低信息消费门槛，以信息消费带动传统商业和产业的信息化改造升级。加强旅游、文化、健康等领域市场建设，促进居民生活服务业加快发展。

5. 加快推动企业兼并重组，积极化解产能过剩。

产能过剩是影响当前经济活力、削弱金融体系功能的主要原因之一。过剩产能占用大量新增资金，抬高资金边际利率，提高融资成本，造成资金错配。要建立以市场机制为主导，市场调节与政府调控相结合的政策体系，通过兼并重组，促进行业内优胜劣汰和制造业的结构升级。巩固结构优化成果，推动企业兼并重组，将需求增速下降的压力转化为供给结构优化升级的动力，通过产业结构调整和企业优胜劣汰，促进部门间、部门内生产效率的提高。

6. 加快推进服务业对内对外开放，促进非贸易部门效率提升。

生产性服务领域的创新和发展，可大幅度降低企业运营成本、推动企业转型升级。把服务业作为下一步对外开放的重点，按照准入前国民待遇加负面清单的管理模式，有序推进金融、教育、医疗、文化、体育等领域的对外开放。与此同时，加快服务业的对内开放，凡是允许外资进入的，首先应允许国内各类资本进入，形成平等进入的竞争环境。完善服务业创新体系、标准体系、知识产权服务体系和统计体系建设。

7. 通过深化改革促进扩大内需。

改革措施既可能对短期增长带来冲击，也可能通过释放需求潜力，

弥补有效需求不足。加快推进基础和垄断性领域改革，放开石油、天然气、电力、铁路、电信等行业的准入限制和门槛，允许民营资本以独资或混合所有制形式进入，形成行业内竞争新局面。在扩大投资需求的同时，提高供给能力、降低产品价格。推动城市基础设施领域建设改革，鼓励各类企业参与垄断行业的竞争性环节，鼓励民营企业投资公共交通、垃圾处理等准公益性项目。

8. 加快科技创新体系建设，破除体制机制障碍，释放创新活力。

中国研发投入比重持续提高，在航天、基因技术、ICT（信息、通信和技术）、新材料等一系列重要领域拥有较强技术积累；传统产业与新兴产业结合改造升级潜力巨大，新技术的市场需求和产业化优势明显；拥有受教育程度高、成本低的技术人才优势；已经形成多个各具特色的区域性的创新中心。然而，受教育体制、人才体制、科研立项、知识产权保护、行业规制等诸多方面影响，潜在创新能力未得到充分释放。应加快理顺体制障碍，培育创新创业文化，构建新常态的动力基础。

---

1. 与国务院发展研究中心宏观经济研究部部长余斌、国务院发展研究中心宏观部研究室主任陈昌盛联合撰文。

经济形势判断与调控技术

国务院参事、国家经济战略研究院院长
夏斌

如何判断当前的经济形势？

当前，中国经济正处于困难、微妙的调整转折时期。

GDP从2010年一季度以来，已连续18个季度增长率减速，长达4年多时间，而且此趋势目前尚未稳住；大规模的改革重新启动，经济中出现了一些新的、好的发展势头，但远不足以形成能完全替代过去增长的动能，改革红利的释放是一个渐进的过程；经济中过去多年积累的问题与风险正在逐步暴露，也在开始着手解决，但是进程与最终效果如何，现在还难以过早下结论；作为当前经济中关键变量的房市（价格与销售量）下跌与刺激房市政策重新启动已同时开始，情况错综复杂，稳增长和稳经济的压力很大。在此情境下如何分析形势？

笔者认为，“三期叠加”的表述是对当前经济现象最为形象的概括与描述，即“经济增速换挡期、经济结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期”。但是，“三期叠加”的表述仅仅是对中国当前经济现象特征的表象描述。至于换挡换到哪个挡位？会意味着什么？调整阵痛表现在哪些方面？会阵痛到何种程度？前期的问题要消化，消化多少？又会意味着什么？以及更重要的，这三者不同的动态变化相互之间又是如何互相制约与影响的？最后会对经济大势起什么样的决定性作用？以上现象特征的表象描述并不能清楚回答全部问题，需要进一步分析。

因此，自然仁者见仁，对中国当前的经济形势容易做出截然相反的两种判断：一是过度悲观论，动辄断言中国经济要衰退、硬着陆和崩溃等；另一种是盲目乐观论，看不到中国经济发展中的真实困境，只是简单地根据中国经济高速增长期历史平均增速的数据进行外推，断言增速筑底之后还会年复一年持续过去那样的高速增长。

不必过度悲观

当前中国经济确实正处于较为困难、微妙的转折时期，但是笔者认为对此不必过度悲观的理由是：

1. 经济增速下行是经济内在逻辑发展调整的结果，适度调整有利于中国经济持续健康地增长。尽管经调整经济增速在下行，但是好消息是：第一，产业、需求、区域、收入分配等结构指标出现较好的转折势头，资源环境成本消耗在减少；第二，即使经济增速在适当下行，中国在世界前五大经济体中若能保持6.5%~7%的速度，相对而言，仍是绝对的高速增长，这样一种中高速增长意味着对自身存在问题的逐步解决提供了进一步的财力支撑；第三，作为世界第二大经济体的中国，东西部和城乡间的差距、逐步崛起的大国消费市场以及充裕的劳动力市场等要素，配之于目前的适度调整，可以相信，中国经济仍存在持续较长时期中高速增长的潜力和空间。

2.前期经济的“超级繁荣”确实在银行体系内积累了一些问题与风险，但目前的银行体系同时已有所准备。2014年第三季度末，加权平均资本充足率12.93%，近250%左右的拨备覆盖率，2.9%的贷款拨备率，意味着银行体系已准备了不良贷款翻番增长的消化能力。

3.中国政府持有近4万亿美元的外汇储备、30万亿人民币的优质国有净资产，这是中国经济防范经济大震荡的本钱和巨大的财力保障，也

是美国金融危机后美、日等国政府羡慕不已的政府调控资源。

4.同时，改革速度在加快，在逐步释放改革红利、推动当期增长中，又在边际或增量上抑制和减弱了产生过去泡沫和不良资产的制度因素（如规范地方政府融资行为等）。

5.更为重要也是最主要的，中国政府对当前经济中的系统性风险心中有数，居安思危，并且已悄悄开始了逐步化解风险的行动。其实纵观历史，酿成一国经济发生危机或“崩盘”的最大风险往往不是其他，而是政府对风险丧失警惕、持有“这次不一样”、“我国不一样”的侥幸判断和认识。如2007年次贷危机前的美国政府和美联储，错误地认为当时的世界经济不平衡是可以持续下去的，美国经济问题不大，所以一而再再而三地降息，才产生了百年一遇的大危机。可以说，中国政府自危机以来对系统性风险并无麻痹大意和乐观，“三期叠加”的判断、主动积极的调整与深化改革，是对中国经济不必过度悲观的最基础原因。

也不能盲目乐观

现在有些人分析宏观形势往往只是纠结于GDP增速多半个百分点或少半个百分点及其对就业、物价等的影响，以为这就是宏观经济分析的全部内容。看不到经济增速在连续的上升和持续的下行时期，同样变动半个百分点增速是具有完全不同的重要意义，看不到今天的经济是基于昨天经济运行的持续性影响。具体说，中国2009年以来巨额的货币投放还在对当下经济的运行带来深刻的影响。若以货币供应量M2衡量，2008年底47.5万亿元，2013年末110.6万亿元。2009~2013年5年内货币供应高达63万亿元，竟超过1949年以来前59年47万亿元的货币供应。如此之多的货币已经在各个行业、领域中铺开了数以万计、几十万计的项目投资，形成了金融与企业、企业与企业之间一系列错综复杂的债权债务长链条。其中，绝大多数项目仍在建设之中，远未达到投资回报期。

现在，国际需求萎缩，中国经济增速持续下行，市场规模缩减，企业销售收入和利润减少，有些企业还不了贷款本金与利息，其结果，必然会产生一些濒临破产倒闭的企业，这是自然的，若不破产倒闭才不合乎市场经济的情理。同时，只要有部分企业破产倒闭，就会引起银行对同类项目的谨慎放贷，或同类企业本身也会减少新的投资欲望，结果，全社会贷款规模收缩。其效应再经企业间上下游的连续发酵与传染，就有可能带来债务紧缩螺旋形冲击，形成整个经济的内生收缩，产生新一轮企业的生存危机。2014年8月的统计数据已表明，当期的货币供应和社会融资余额增速几乎没变，但工业增加值降幅吓人，已降到2009年初以来的单月最低点，仅增长6.9%，微观企业感到日子越来越难过。这些周期现象正如庞巴维克的迂回生产理论和哈耶克的信用周期理论所指出的，曾经的由过度货币供应引起的经济“超级繁荣”最终必然会以经济的大震荡或危机收场，从而才可能开始一个新的经济循环。

今天，当我国经济增速下行时，如果看不到曾经的“超级繁荣”和货币超量发行对以后的影响，看不到当经济增速过快下行时曾经高杠杆下形成的企业债务链的断裂和系统性风险蔓延的必然性，以及未做好防患于未然的一系列政策准备，仍是如同往常，分析经济的轨迹仅仅关注当期GDP增速与就业、物价的简单弹性比例关系计算，那是非常危险的。在当前，从中国经济、社会稳定出发，若要聚焦讨论经济增速问题，关注的重点除了由就业所引起的社会稳定问题外，还应防止一系列债权债务链断裂现象的蔓延，这是当务之急，这是大局。

不能不看到当今实体经济表面还未出现严重的震荡或大批企业破产倒闭的危机现象，恰恰是与现象背后隐藏的一系列非正常的经济行为相关，在掩盖着或拖延着问题的解决，如高利贷、庞氏融资、贷款交税、商品交换与偿债中的以物易物、僵尸企业的无效率存续、对互联互保问题的干涉与救助以及地方政府的隐性担保等。

更重要的也是必须要看到的是，迄今为止，中国经济在增速下行过

程中之所以还能保持经济较为稳定的态势，恰恰不是政府在盲目乐观，在任由市场发展，而是居安思危，考虑到“三期叠加”因素，在防范系统性风险爆发的思维下，瞻前顾后，统筹考虑，已经主动出击，一边全面深化改革，一边在货币调控、投资、房地产等领域采取一系列行政干预政策。可以说，如果没有一定的政策干预，也许更大的问题早已出现了。

因此，作为简短结论，我们既不必过度悲观，同样也不能盲目乐观。正确的态度应是谨慎乐观：从趋势看是乐观的，但这是建立在对当前形势的正确判断及政府采取恰当的调控技术基础上的。

什么是底线思维？如何进行底线思维？

谨慎乐观是有条件的。当前的中国经济，如果任由市场自然发展，政府不作为，经济硬着陆是必然的。但是若一味采取总量刺激政策，忽视深化改革与结构调整，不准备忍痛付出代价，那只是拖延系统性风险爆发的时间而已，其结果同样是危险的。怎么办？不能走极端，要走中间道路。而两者之间的度又怎么把握？换句话说，政府要有作为，又不过度作为，如何基于底线思维有作为且会作为？

何谓底线思维？美国政府尽管不用“底线思维”这个词，但是在危机中其货币政策的底线意图同样是非常明确的，就是围绕影响社会稳定的就业率目标。至于围绕实现底线目标的货币政策手段，在学术理论上是对还是错，其溢出效应对他国是利还是弊，美国政府与美联储从来是不管不问，不在乎的。

于中国国情而言，底线思维可以在回答“三期叠加”现象描述背后的疑问中展现。

经济增速换挡期，换挡意味着什么？意味着增速要下来。我们能容

忍到什么地步？底线在哪？笔者认为：一在稳就业，稳住社会能容忍的较低的失业率；二是稳风险，在经济增速下降中允许一些企业破产出清，但不能引发传染最终导致系统性风险的爆发。两者说到底，均为确保社会的稳定。

结构调整阵痛期，调整意味着什么？意味着要深化改革。要改革必然直面风险暴露并带来阵痛。那么，改革速度怎么掌握？底线在哪里？底线在“部分阵痛”可以，但不能因阵痛加剧而引致“生命危险”，也就是不能引发国家的全局性、系统性风险。譬如资本账户开放改革，目前国内诸条件不成熟，且资产泡沫风险犹在，如果一下子完全打开资本流动大门，会引起中国经济的混乱，那么该项改革只能是“部分阵痛”，逐步推进。又譬如土地制度改革，在其他财税改革和条件还未充分准备的前提下，土地使用权转让收益短期内若全归农民，会引起中国经济甚至是社会极大的混乱，则宜徐图进取，不能冒失求快。

前期刺激政策消化期，消化意味着什么？意味着要付出代价。面对由前期货币政策刺激起来的畸形的超级繁荣，遗留下了长期过剩的产能和僵尸企业，就要淘汰破产，要市场出清，相应地银行要减记资产，全社会的资产负债表要缩水。此底线是什么？全国的资产负债表可以缩水，金融可以去杠杆，企业可以破产，但是不能让当前的经济增长对就业产生剧烈的冲击，也不能因部分企业债务问题连锁引发全国系统性风险的爆发和经济危机。换句话说，对业已存在的风险，只能用时间换空间，力争在相对稳定的环境中慢慢消化，而不能用危机式的、休克式的方式去消化。

归纳以上所说，说到底，底线思维是什么？就是政府在实施各种调控技术时，必须牢牢确保就业稳定和不爆发系统性风险的大局。这既是出于对经济的考虑，同样也是出于对社会和政治大局稳定的考虑。若确实能做到这二者，GDP增速再低一点，改革步伐再快一点，并不可怕。从这个角度考虑，底线思维其实并不是一种新思维，而是30多年改革开

放积累的宝贵经验的另一种表述："坚持把改革的力度、发展的速度和社会承受力统一起来，把改善人民生活作为正确处理改革发展和稳定关系的结合点。"

因此，在今天国民经济遇到重大困难与转折的时期，政府应直面现状，处理好改革（结构调整）、发展（经济增速）、稳定（经济与社会风险）三者间的平衡关系，这是关键。理论家也不应简单地拿书本理论分析当今中国经济，市场人士也不宜简单地用外国分析数据比附当今的中国经济。

基于底线思维的宏观调控技术讨论

基于上述底线思维的思考，如何把握宏观调控技术？笔者在2014年6月间撰文《当前的经济困局与应急对策》，谈及四部分内容：（1）当前经济走势关键看房市；（2）房市下跌已成必然定势；（3）系统性风险的引发、传递及后果；（4）非常时期的非常对策，提出了政策建议16条。今天，笔者依然坚持文中的基本观点，即面对当前经济处于困难、微妙的转折时期，政府要有作为且会作为，要正确处理好改革、发展、稳定三者间的关系。这里，关键不取决于调控方向、口号、用词的辩证思维和描述，也不取决于经济学上泛泛的理论讨论，而是取决于能不能对转折时期的经济形势有个冷静、客观的判断，取决于对"三期叠加"中三个现象特征之间是如何影响，以及对某种调控技术的选择是如何加重或者减弱某一现象特征做到心知肚明。面对这些复杂的细节，要实施正确的调控技术，涉及方方面面内容，确实形势错综复杂，充满不确定性。细节决定成败。对此，政府已做了大量的政策安排。在此，笔者仅从个人认识出发，选择若干重要领域中的某些关键和重点细节做进一步的探讨。

关于经济增速与就业问题

中国经济潜在增长率问题，学术界尚存诸多探讨争议，仍需进一步根据实践加以研究。但笔者认为，一个简明的道理是：预测短期增长（如2015年），绝不能用过去超货币供应刺激下“超级繁荣”时期的历史平均增速数据做简单外推，因为那是中国历史上难以再出现的“超级繁荣”的特殊时期的历史数据，也不能在历史数据简单外推基础上从中国未来10年、20年的系列预测数据中寻找2015年的预测值，据此预测未来仅仅是一种可能性，不能无视预测期内外环境已发生的巨大变化。如前文所述，经济运行具有历史延续性。“路径依赖”意味着今天的预测能否变成明天的现实，在很大程度上取决于今天的现实问题、矛盾以及系统性风险隐患因素是如何解决的。解决速度的快与慢、不同的解决方法与轨迹，将决定明天不同的命运。

笔者认为，2015年经济增速必须稳定在一定的范围内，坚守稳定就业和防范系统风险的底线。但是，这并不意味着要刺激拉高经济增速，并不意味着不能容忍2015年的增速相对于2014年仍会有少许的下行，并不意味着稳就业的压力只能在提高经济增速上释放。

经各种数据推测，2015年的经济增速保持在7%左右较妥，这也是多方机构能接受的预测值。7%的速度可能仍会存在来自于高校毕业生的结构性就业压力。但是，追求更高的速度，一是不现实，二是会积累新的风险。在稳就业问题上，应直接着眼于“稳增长就是稳就业”这一目标，在这方面仍有很大的努力空间。

第一，从总体趋势看，2015年后全国新增劳动力总量步入拐点，新增就业压力明显减弱。与此同时，近年来数据显示，第二产业和第三产业同为一个百分点的增长，对就业的贡献完全不一样。因此进一步加快简政放权、减税优惠、支持新经济业态、鼓励自我创业，还可以进一步扩大就业。

第二，在严厉打击一些高校谎报就业统计数据的同时，针对前几年拼命扩招，学科设置赶时髦、专业设置供需不合理的教训，财政可拨付

一笔临时经费，鼓励已毕业或将毕业大学生返校回炉，改变求职方向，一则为国家培养紧缺的操作性技术人才，二则可以暂时延缓大学生就业压力。与此同时，要认真检查落实国务院对大学生自主创新各项优惠政策的落实，要让每个大学毕业生对此有全面的了解，鼓励大学毕业生自主创新。在财政上全面落实对全社会包括对大学生的职业培训、失业救助等政策。

第三，结合社会救助政策，再通过一定的政策支持，鼓励企事业单位在困难时期，对职工可停薪、减薪但不停职，齐心协力共渡难关，稳定社会，服从经济结构调整的大局。

关于投资问题

在美国金融危机后的5年间，中国GDP中“三驾马车”各自的贡献率和拉动作用呈明显分化。净出口对GDP增长的贡献率和拉动，除2010年情况稍好外，其余年份均为负值。消费对GDP增长的贡献率和拉动是先升后降，未能持续独当一面，因此投资自然成为稳增长的关键。但投资对GDP的贡献率和拉动变动波幅较大。2009年和2010年投资贡献率分别为87.6%和52.9%，分别拉动增长8.1个和5.5个百分点；2011年和2012年投资贡献率和拉动有所缓和，消费未能拉动GDP增速保持上升，更使得2013年经济增速必须靠投资重新发力。这说明，消费主导型经济是我们必须长期坚持的转型方向。但是，眼前要坚持底线思维，维持一定的稳定增长速度，则投资仍是稳增长的关键，必须保持一定的投资增速。

问题是，如何稳住投资？今后房地产投资的刺激只能是要求房地产需求回归消费属性而不是重燃投机属性，在逐步建立长效制度框架下，通过去行政化、扶持改善性民生需求等政策调整，挖掘新的增长动力，这是边界，刺激绝不能重燃房市投机之火。制造业投资的增长动力最终只能通过市场来解决。政府要有所作为，也只是通过政策法规去实施企业重组，削减过剩产能的继续增长。由此，投资只能在基础设施上动脑

筋。

基础设施投资从总体说，政府要有所作为，也能有所作为，但关键是要懂得如何有所作为。中国目前一方面还存在相当大的基础设施建设空间，另一方面又是一个资金相对富裕的国家。从现象看，需求与供给是完全能平衡的。但实际存在的问题是：（1）加快简政放权，欢迎社会资本加入，形成新的增长动力，然而迄今进展仍然缓慢。（2）规范地方政府融资行为后，尽管允许发地方债，但要有思想准备，今后几年，地方融资规模从总量上肯定不是放大而是在缩小。（3）可以通过发政策性金融债扩大基建，但国开行是准财政信用，不能没有制约，不能不讲投资回报和效益，预计2015年不可能一味扩大筹资规模。

因此，进一步思考如何加快投资中基础设施投资这一重点，关键不是有没有投资空间和项目，而是有没有资金、如何筹集资金。为此，2015年的政策发力应重点着眼于四个方面。第一，鉴于政策性银行发债或由中央银行再贷款给政策性银行实质均为国家信用，是在实施放水货币政策，其政策力度是有限的。为此，应用好现有的国家财力，加强预算管理，学会盘活用好临时闲置的巨额财政存款。如果全年财政预算中由此产生某些月份暂时的支大于收的状况，应该向改革要资金，鼓励财政向央行发行改革开放以来几乎讨论已30年仍尚未解决的真正意义上的“短期国库券”，以解决财政临时收支缺口。第二，在加快国有企业有进有退战略的布局下，从推进混合所有制中的国有股减持中找资金，同时通过国企改革助推经济结构和发展方式的重大转变。第三，把从上述财政预算和国有资本预算中腾挪出来的资金，不只是以国有名义简单地全额投资于基础设施建设，而是部分选择有投资回报、微利的项目，以贴息、补贴、PPP、基金等各种方式，充分发挥杠杆作用，引导、吸引更多的社会资金进入基础设施建设。第四，各级政府要以过去30多年来吸引外资的那种创新精神与积极性，从政策等各个方面大力支持组织国内的私募股权投资，加快松绑自己手脚的各种思想束缚和制度限制。

关于房地产市场问题

当前，首先要明确当前房地产政策调整的目的和意图。

目前房市政策的某些调整确实有配合刺激投资、稳定增长的短期目的，但是，同时目前出台的任何一项房市调整政策，应是和过去“头疼医头，脚疼医脚”的碎片化的逆周期政策又不完全一样，它既有上述稳增长的短期意义，又是衔接中国房市长效机制建设的方向，是针对长期以来长效制度体系不完善的逐步补充与纠正，是长期意义上的制度建设。

那么，长效机制制度的方向是什么？对此，迄今社会上可能仍有不同意见。笔者一贯坚持若干年来始终不变的观点，即中国房市要健康发展，必须要把中国房地产市场引向以消费品为主导的发展方向，而不是朝金融资产的方向引导。政府调控房市的目标是要“管制度”，而不是“管房价”（制度建好了，房价自然不用担心）。在这个问题上，中国要学德国、新加坡，不能学经济运行以金融市场为主导背景下的美国、英国。要鼓励居民买房是为了“住”，而不是像买股票，目的是为了“投资”，更不是投机囤积，待价而沽。而且要让市场明白，当前政府对房市政策的某些改变，客观上存在稳房价和逆周期的效果，但又不能仅仅理解为是简单的调控房价和逆周期调控，而是在择机寻找出台衔接未来房市长效机制下的制度（如取消行政限购），也是未来长效制度体系中必不可少的一部分。如果房市下跌、市场认为需要调某项制度，但这又与长效机制目标发生冲突时，从改革与转型大局出发，政府不应也不会再叶公好龙，选择有违于长效机制目标的临时性碎片化政策。因此，市场应明了，尽管房地产市场投资在目前整个投资中“四两拨千斤”，但我们不能指望在房市长效机制所指向的制度之外，把稳经济增长的宝全押在房市政策的调整上。

为此，在取消行政性限购政策的同时，当前如何长短利益结合，进

行房市政策的进一步调整？

第一，国家应按照“住有所居”的要求，起码以国务院条例的形式而不是以央行部门规章的形式，根据中国经济增长前景和居民未来收入增长前景，对首套自住型购房明确首付比例、优惠利率（财政可贴息）的法律性硬约束标准。例如，可测算未来中国经济20年增长中一对大学毕业中产阶层夫妇20年的收入增长状况，倒算确定20年住房抵押贷款时可承担的首付比例。如此测算，首付比例肯定大大下降，势必进一步提前释放和满足一大批刚性需求。此举短期内明显利好房市，长期看也不会累积新的泡沫。同时，废除首付比例作为央行的调控工具，以可以随意修改部门规章软约束“文件”的做法进行临时性调控。

第二，对暂时无能力购买第一套住房的居民应大力鼓励租房。但国家应出台鼓励房屋租赁的优惠政策，更应出台重点倾向房客的租房管理规定，在租金、税收、合同约束内容等重要问题上予以明确指导。这项工作恰恰是近几年来楼市长效机制建设中最为薄弱和被忽视的内容。

第三，对当前巨额棚户区改造资金的使用，应根据各地住房库存状况，实事求是，灵活掌握，不搞一刀切，绝不为今后留下新隐患。允许棚改资金在市场上购房或经适当改装后作为棚改安置房或保障房提供，也可采取货币化安置和租金补贴等形式。同时对各种形式的“经适房”、“军改房”等既市场化又非市场化的住房进行规范。

第四，短期内为防止取消限购政策后可能重燃投机炒房热（事实上此预期在减弱），可策略性地根据时机，依据未来房产税制度的基本内容，对第一、第二套和第三套（抑或第四套？可仔细测算），提前公布未来对不同的基本住房消费、改善性住房消费、投资与投机等房屋功能将采取轻重不同的税收政策原则。例如，结合人均居住面积，对基本住房消费基本免税，改善性住房消费征轻税，投资性住房征较高的税，纯投机炒房征严厉重税，并同时提前公布。

关于货币政策问题

面对经济增速下行，货币政策调控的边界在哪里？是否一定要完全体现逆周期调控的目的，将经济“下行”硬调控为“上行”？笔者认为，近几年经济增速适度下行既然是必然的，货币政策调控的边界不应是“逆调周期”，而应是：

首先，一定要稳住整个金融体系。只要金融体系是基本稳定的，就能确保整个经济运行基本稳定，不会硬着陆，这是底线，也是任何一国政治、经济、社会运行的基础。当美国爆发了百年一遇的大危机后，无奈的选择、首先的出路也是给金融体系尽快注入流动性，稳定整个金融体系。但是，他们是“马后炮”，我们要当“马前卒”。

确保金融体系的充足流动性，客观上会起到一定的逆周期调控目的，但是要注意，目前宏观经济的调控不能完全指望货币政策。当今中国经济既然已是“三期叠加”，则调低经济增速，加快结构调整与改革，消化前期历史遗留下来的房市泡沫、僵尸企业、产能过剩和地方债务风险等问题，哪一个都指向、都要求关闭破产一些企业，都需要通过稳健货币政策来营造中性适度的金融货币环境，都需要有其他宏观政策配合，因此在发挥货币政策作用时绝不能一味片面追求宽松的货币政策。

其次，保持稳健的货币政策，重要的不是货币政策口号、用词的描述与解释，而是调控中的技术细节。在技术细节上，当前货币调控除了要关注结构、定向微调；在总量指标上，功夫要下在社会融资总量上，而不是下在货币供应M2上。调控中不要太在乎M2多增长半个百分点还是少增长半个百分点的目标。为什么？M2是表示银行系统的负债，而与实体经济直接相关的是金融、银行系统的资产方，是由贷款、股票、债券、票据等构成的社会融资总量指标，但是这一指标近几年增幅波动太大，很不稳定。社会融资量的季度增量，2011年四季度环比增长48%，2012年四季度环比只增长2.4%，2013年四季度又增长12%。造成

这一问题的原因是该指标背后的各项融资活动是被央行、发改委、证监会政策左右，各自步调不一，缺乏有效的部际协调。建议2015年应由国务院或国务院授权央行统一加以协调，提高整个宏观的调控水平与效率。

再次，在当前经济转折的微妙时期，既然央行已经发出明确的稳健货币政策的信号，因此在操作上，一是市场信号一定要明确，预期要清晰，不能发生让市场、机构去猜央行意图的混乱现象，影响银行中长期贷款的发放和经济增长大局。二是既然讲稳健货币政策，就要讲政策细节的实施结果，最终是应看实体经济层面可得的资金量状况。而社会融资余额月均增速，2009年约30.2%，“4万亿”刺激之后的逐步下降是正常的，到了2013年月均已降到20.3%。进入2014年前10个月，月均增长又降到15.8%，这降速是否有过快过大之忧？在市场出清机制未落实，地方政府和房企受较高融资能力的挤压，难怪在稳健货币政策的口号下，出现民营小企业融资仍不稳健，融资难、融资贵的问题始终得不到很好解决的现象。

最后，货币政策的调控同时要有准备，要与其他政府部门紧密配合，做好房市和经济增速出现“断崖式”下跌的政策储备。只有做好了防意外准备，才能从容有备，真正实现经济软着陆。

关于市场出清问题

经济结构调整要坚持市场出清原则，因为市场出清问题是我们今天在讲稳增长、调结构、防风险时讲得最少、做得最差、政策最不配套的一项工作，直接影响了深化改革的效果，影响了经济步入正常发展轨道的进程。应该认识到，我们既然已容忍经济增速的下行，又承认当今是前期刺激政策消化期，那么理应承认，市场出清是该市场逻辑的必然和后续。而且，在经济增速与周期下行时期，要真心降低全社会融资成本，关键就是要打破“八个瓶子七个盖”的局面，要关闭破产一些企业，

才能优化配置社会资金，才能真正降低融资成本。目前一部分民企、中小和小微企业的融资难、融资贵，人们试图从多成立一些民营银行中找出路，方向是对的，但民营银行的经营动力也是利润第一。在现存的市场环境中，银行已难以寻找到大批既安全又有高回报的可贷项目。因此政府新增设的民营银行并不能成为解决当前民营、中小及小微企业融资难、融资贵问题的主要制度安排。特别需要指出并予以关注的是，曾经在经济增速上升时期发生的、一度被人赞誉并大力推广的企业间“互联互保”经验，当时确实发挥了扩大信贷杠杆力的作用，部分解决了小企业的资金问题。今天，当经济增速进入下行时期，曾经的企业“互联互保”又恰恰成了收缩企业信贷的杠杆，已引起连续、成片的债务链纠纷。

为了在经济增速换挡、结构调整阵痛期，不至于出现因部分企业资不抵债、债务链中断而波及更多企业，特别是互联互保中小企业，必须采取以下对策：

1. 要对一些确已资不抵债的企业（包括房地产企业），坚决实施关闭破产，冲销股东权益和银行债权。

2. 对地方债存量风险问题，财政部已提出初步方案（财政部43号文），表明了中央财政“不兜底”的态度，这同时意味着2015年相关地方政府要做好变卖地方国有资产还债的一系列准备，相关银行、债权人要做好冲销坏账的准备。

3. 对覆盖面较广的“互联互保”中小企业，债权债务链复杂（类似过去的“三角债”），但牵连的企业并非都是坏企业。对此，国务院有关部门应尽快出面协调与指导，各地方政府、银行及相关债权人加快磋商，筹建临时资金池，梳理错综复杂的债务链，隔离好企业、较好企业与差企业，以最大限度降低被牵连的企业数量。

4. 当前的舆论不应片面突出“一片救”、“政府救”的声音（包括理财

中的“刚性兑付”问题），而应宣传市场纪律，宣传市场解决债务链的经验，宣传一些企业在关闭破产或“关停并转”过程中如何安排好职工利益、稳定社会的经验，宣传依法处理理财产品纠纷的经验。

关于城镇化问题

加快城镇化进程是我国经济发展的一项重大战略，同时加快城镇化进程，是改革和发展的结果，是工业化和农业产业化的伴随物，是一项长期的工作任务。同时，近期内如果能快马加鞭，尽可能加快推进这项工作，对扩大短期内的投资与消费，释放“三期叠加”时期经济工作中的矛盾与压力，同样具有极其重要的意义。

因此，在落实关于城镇化规划的进程中，国务院可以用一定的行政指令约束各级地方政府，在2015年全面推行户籍制度改革，关键是要求公布承诺农民工市民化等要求的进程时间。由此，主动暴露一些地方在教育、医疗、养老等公共产品不足的问题，暴露一些地方的财力不足问题，倒逼加快简政放权、吸引更多社会资本投资服务领域，倒逼加快财税与转移支付的改革。财税制度是国家经济运行中最基础性的制度，积累的问题错综复杂，我们不可能指望在某一天对其有个彻底梳理之后即刻全面调整，因为经济的日常运行不能中断。而财税制度中的土地财政问题恰恰又是当前被扭曲的我国经济运行机制的主要特征之一，其影响既广且复杂，如果欲在短期内彻底改革，难度高、震荡大，将引起投资增速直线下降。恰恰此时如果抓住户籍制度这一看似局部性的改革，短期内能释放强制性储蓄，提升消费，中期内能提升投资。而暴露的问题主要是中央与地方关系问题，是公共品建设中国家财力如何挖潜与分布的问题，以及市场与政府职权边界中简政放权的改革问题，这一切正是目前的改革规划急需推动的。

关于“走出去”问题

如何在全球范围内消化始于美国金融危机后全球救助策略大背景下中国过多的货币存量和过多的产能，已成为宏观政策选择中不可不思考的问题。这一思维如果在美国金融危机后的2008年底提出还不易为国人理解的话，闭幕不久的北京APEC会议传递了亚太经济一体化的明确信号，亚投行、互联互通、丝路基金等一系列决策，其信号已非常清晰。追求进一步的亚太经济一体化，不仅有利于消化国内产能和实现外汇储备多元化，而且可以促进亚太相关国家的经济发展，这是作为世界第二大经济体在促进世界经济平衡发展中义不容辞的责任，也是内外共赢的正确抉择，不仅具有重要的经济意义，同时具有中国大国外交和国际地缘政治上的长远意义。

在鼓励“走出去”问题上，政府已有诸多的政策与制度安排。作为补充，笔者认为，要做好这项工作应进一步关注：

1. 面对巨额外汇储备已成为负担与压力，可以动用国家资金（央行和财政资金），更重要的是应动员民间资金。在此方面，除需配合资本账户有关规定之外，应彻底放开企业、加快放开自然人的本币与外币自由跨境直接投资、私募股权投资中的各种行政限制。这有利于培育国内企业的国际竞争能力和提高国民福利，同时有利于减轻国内的货币供应压力。

2. 除亚洲基础设施投资银行、金砖国家开发银行、丝路基金外，应“两条腿走路”，尽可能绕开意识形态、地缘政治因素对我战略实施的负面影响，充分发挥市场力量，鼓励民间及国内金融机构与境外机构合资成立各类中外合资银行、基金等银行或非银行机构，实施“一路一带”和亚太经济一体化战略。

3. 鼓励企业“走出去”，更应鼓励人民币走出去，这是中国“走出去”战略与人民币国际化战略相结合的另一层面的长期思考。鼓励商业银行等金融机构、企业和居民所持人民币到境外贷款与投资，除同样能起到消化国内过多产能外，还有助于逐步追求和形成扩大中国政府的宏

观调控空间，逐步提高中国的财政和货币政策在全球范围内进行财富再分配能力这一人民币国际化的根本目的。在短期内，扩大人民币国际结算中的在途资金规模、在全球形成多个离岸市场中的人民币滞留，本身均有助于部分冲减国内货币供应的压力。因此，在今后资本账户逐步开放过程中，主管部门应更多选择以人民币国际化为主要载体的通道，加快通道建设（包括上海自贸区和沪港通等），逐步放大通道“额度”，减轻外币大进大出的不可控压力，增加中国央行在利用人民币实施资本账户开放中的调控主动权。

攻坚期：由歼灭战走向阵地战

中国社会科学院学部委员、财经战略研究院院长
高培勇

我们都有这样的体会，起码从2013年开始至今，近两年的时间里，无论是中国宏观经济形势，还是与之匹配的政策布局，都走出了一条与过去30年大不相同的轨迹，以至于我们对经济形势的解读，对宏观经济政策的理解，都不得不用一些新的思维和理念，所以就有了“新常态”这种新的提法。

攻坚期的理念和姿态

进入2015年，这样一种格局不会出现大的变化。比如，就导致我们走入新常态的长期结构性因素而言，不管是人口结构，还是产业结构，乃至城市化的进程，目前看来有继续加剧的趋势。就导致我们走入新常态的周期性因素而言，无论是投资消费还是出口，大致都会和2013年没有太大的出入。如果说有变化，那就是相对于2013年而言形势更严峻了，而且可能更复杂，以至于我们不得不以攻坚期的理念和姿态去面对。

现在的问题是，在攻坚期，我们应该并且能够做些什么？2015年的宏观经济政策布局，积极的财政政策和稳健的货币政策是不会改变的，我们需要把握的就是在积极和稳健方面我们能走多远，有多大空间可以操作。所谓积极的财政政策，典型的表现就是2014年的财政赤字一定比2013年多才叫积极。

2014年的财政赤字是13 500亿元，也就是说2015年一定要在这个基础上做加法，我们加到多少呢？一般不超过GDP的3%就可以了，现在的GDP按照7.4%的增长幅度算，应该是60万亿多一点。如果2015年按照7%来算，2015年肯定比2014年低，2015年大概是64万亿挂点零头。64万亿的3%大概是19 000亿，也就是说这是个天花板，我们的活动空间就在13 500~19 000亿这个区间，这是考虑问题的一个方面。转过来讲，对于赤字的需求有多大？政府支出是难以减下来的，不仅是主观上，客观上也难以减下来，这是我们认定的事实。我们在教科书中讲过一句话，政府支出有不断增长的规律，但从来没讲过它可以下降。所以，在13 500~19 000这个区间内，能不能满足我们对赤字的需求，这是大事。比如减税，关于减税我们有共同的看法，关键是减哪些税的问题。支出不能减，就只能扩大赤字，这就是对赤字的需求。目前已经确定的减税数字大概也有三五千亿，倒不是体现在个人所得税起征点的问题上，而是体现在营改增上，2015年末中国要全部实现，已有的营改增的进程，在1+7的范围内，已经给国家带来了2 000亿左右的减税。服务业实行营改增，但实际最大的受益面是在制造业。然后推广到所有行业，四五千亿的减税是有的，这是一个很大的需求。

还有一个大的需求，就是地方债的自发自还。2014年1.35万亿的财政赤字，中央是9 500亿，地方是4 000亿，2015年在这个基础上，又加入了地方债自发自还的。大家要测算一下，地方债自发自还的需求有多大？我不讲其他方面的需求，单讲地方债利息支出需求，不讲还本，按照2013年审计署6月份发布的数字，地方政府负有偿还责任的债务和其他或有债务17万亿多，再少一点起码有10万亿多一点。所以仅仅是付息，就操作和扩张而言，供需之间的压力是非常大的，这是我们考虑宏观经济布局的时候需要明白的基础环境。

另外一个就是货币政策。在稳健的货币政策的总基调下，M2的供给量能突破13%吗？现在是一个未知数。如何在积极的财政政策和稳健的财政政策之间走出一条道路，适应新常态的攻坚期，这是一个问题。

宏观目标趋向于多元

第二个问题，有必要看到的是在新常态的攻坚期发生的一个变化，就是宏观经济政策的目标越来越多元。回顾一下2008年，当国际金融危机波及中国时，宏观经济的目标是单一的，就是保增长，全力保增长，可以动用全党、全社会的力量保增长。2009年经济形势出现变化，2010年就回到10%的增长速度，在此之后，宏观经济目标就开始逐渐多了，先是一进二，2010年就开始保增长和调结构了。然后到2011年就二进三了，加了控物价，再往后到2013年的时候，就把防风险纳入其中了。到今天，宏观经济政策目标已经达到7项了：稳增长、保就业、控物价、防风险、调结构、惠民生、促改革。它是一条长长的尾巴，搞经济学研究的人都很明白，资源是既定的，有限的宏观经济的资源，如果同时配置在不同的目标上，歼灭战就变成阵地战了，哪个山头都要数，哪个山头攻防的势头强烈了、危险了，可能就会导致宏观经济资源的再配置。所以政策的重点在交替变化，为什么说是攻坚期呢？因为面对的形势、面对的政策格局都和以往不同。那该怎么办？这是2015年需要研究的事情，是平均使力，而且之后保持定力就不调了，还是不断调整，哪个地方吃紧就往哪个地方调动资源？你的兵就这么多，这是攻坚期要权衡的。

改革的新常态

第三个问题，我觉得在7个目标当中，有些我们还是能够比较容易把握的，知道套路和规则，但有些是没有遇到过的。面对不熟悉的道路，把握不了它的规律。比方说，学过多年经济学的人，说怎么保增长，都能说出一套一套的套路。但是进一步讲怎么调结构，怎么促改革，而且结构和改革又连在一起，我们就不一定知道了。为什么呢？因为当下的改革不同于过去30年的改革，这30年都是经济领域的改革，我

们大体知道它的变数在哪儿，规律在哪儿，但是今天中国的改革，不仅是经济领域的改革，而是要全面深化改革，就是经济改革、政治改革、文化改革、生态文明改革、党的建设改革，所有的改革一起联动。改革总目标定义为国家治理体系和治理能力的现代化，这样的改革我们没有经历过，任何国家也没有提供现实的参照系，改革的复杂性和困难程度远远高于我们原来的预期。

在这样一个新常态的攻坚期，这个“新常态”不仅是形式“新常态”，政策布局“新常态”，也包括改革的“新常态”。这样一个攻坚期，我们如何破解改革难度，是我们需要研究的问题。

试一下财税体制改革的水温

第四个问题，全面深化改革很困难，我们不容易把握，但现在有一项改革是比较清晰的，就是财税体制改革。从2013年到今天，迄今为止第一个也是唯一一个系统的改革方案就是全面财税改革的总体方案，除此之外的改革虽然也在发布中，但是大都是作为重点突破或者某一局部操作的，不像财税改革这样的系统。这当然是有原因的，原因在于这次全面深化改革，主要有两个亮点：第一个亮点，就是把国家治理概念从学术语言转变为官方语言，并且作为统领改革的主要目标；第二个亮点，就是把财政作为国家治理的基础和重要支柱，作为改革的突破口和主线索，在这样一种条件下，财税改革的方案就作为第一个系统的方案推出了。

我的想法是，如果在2015年到更长时间，中国宏观形势的走势当中找出一条明确的线索，把握宏观经济的总体布局，甚至把主要的观察点放在改革的推进上，我们不妨主要关注一下财税体制改革。也就是说试改革的水温，先试一下财税体制改革的水温，看它能走到怎样的地步，这是我们能把握的。

就财税体制改革而言，目前方案只有三条，一个是税制改革，一个是预算改革，再一个就是财政管理地位人格。税制改革的主线索就是大幅度降低间接税的同时适当增加一些直接税。间接税到2015年有可能实现4 000亿~5 000亿，而且进入“十三五”，第一件事就是兼并增值税的税率。兼并的过程是下调的过程，我们也测算过，按照2012年的数字，每下调一个税率的百分点将减税2 200亿，这个很容易推算出来。所以在这个过程中适当增加一些直接税，一边减一边增，直接税增加，房产税是一个选项，还可以改变个人所得税。个人所得税改革的方向，目前明确的是搞综合制，而不是简单地降低个人所得税的费用标准的扣除额，这主要考虑的是税制改革的结构性优化的总体目标。

预算改革确定的总方向就是八个字：全面规范、公开透明。我们需要观察的是，全面规范和公开透明覆盖的范围，迄今为止我们看到的范围还是限于一般的公共预算，但与此同时在原则性提法上超出了一般的公共预算。比如原则提法是所有的政府收支都纳入预算管理，我们现在需要关注的是，能不能把原则性提法推进到具体的操作层面，让政府执行一样的政府预算管理，这是大家关注的。

不同层次之间的财政关系体系，就是中央和地方的财政体系。我们最需要关注的，是防控地方债风险，健全地方财政体系，以及中央和地方财政的改革调整能够走多远，如果这里慢半拍，其他方面的改革只能是权宜之计。

从财税改革目前的部署以及它可能操作的空间来看，我们还有很多难题需要破解。所以新常态的攻坚期，我们的确任重而道远。

寻找宏观政策的新常态

中金公司首席经济学家

梁红[注]

2014年中国经济增速在净出口贡献率迅速扩大的背景下，接近完成7.5%的全年增长目标。但是内需疲软，尤其是投资增速下滑，让市场对宏观经济政策，尤其是货币政策，是否需要全面调整的争论再次升温。我们认为，把宏观政策逆周期操作功能与经济结构调整对立起来，是2014年在国际经济温和复苏的大背景下经济增长低于预期的主要原因。

中国经济增速已运行于潜在增速之下。通胀，作为经济增长的滞后指标，快速下滑，也开始警示可能出现通缩的风险。同时，国际贸易盈余也大幅增加，对经济增速的贡献率在2014年第三季度飙升至1/3左右。虽然对于中国潜在增长率在新常态下究竟是多少，学者们有各种争论，但是通胀和国际收支的变化，包括PMI指数中就业指数偏弱，显示中国当前的经济增长是低于其潜在增长的，产出缺口不断扩大。因此，及时和适度的逆周期宏观政策操作不仅必要，且有益于中长期经济健康稳定发展。

如果说中国经济已经从上个10年年均近10%的增速放缓到现在7%~7.5%左右的新常态，那么各项宏观和行业政策的调整也需要快速进入新常态。2014年以来，政府减少投资审批以及近期调整房地产政策，既是市场化的改革，也是给投资需求在新常态下松绑。但相对于经济数据的变化，货币政策和财政政策的调整都显得滞后。定向宽松政策缺乏透明度，且带有指令性配置资源的色彩，减弱了货币政策引领预期的作用，并有违推进市场化改革的长期目标。

当前货币政策仍然总体偏紧。我们估算，社会融资总量的存量同比增速已从2010年的25%跌至目前的15%以下，处于2005年以来的历史低位。2014年以来，制造业投资增速出现大幅下滑，持续通缩的工业品价格更是加剧了中小企业的资金紧张。虽然决策层一再呼吁降低实体经济融资成本，而且作为中国最重要实体经济部门的制造业增速已连续下台阶，但无风险利率的实际水平（1年期国债收益率减去PPI）依然居高不下。在当前世界主要经济体维持货币宽松的背景下，这显得尤为特殊。

阻碍中国宏观政策发挥逆周期操作功能的因素正在逐步消解。党的十八届三中全会以来各项改革稳步推进，从源头上正在逐步提高资源的配置效率，从而降低了潜在的调结构与宽松货币政策之间的对立。经济结构的调整也随着投资放缓得到充分体现。固定资产投资增速大幅下降。拉动总需求的“三驾马车”中，投资对GDP增长的贡献已经显著下降，低于消费。2014年以来房地产市场的持续调整也解除了对货币政策的最后掣肘。货币政策应当重新回归以通胀和增长为主要政策目标的逆周期操作。

2015年货币政策将向逆周期操作的功能回归。随着通胀放缓，尤其是过去两年居高不下的油价和房价也已开始下跌，货币政策放松的空间加大，放松的副作用显著降低。我们预期2015年央行全面降准4次并降息2次，货币条件总体较2014年加快放松。同时，财政政策对经济增长的支持力度加大，财政赤字小幅扩张。

宏观政策向逆周期操作的正常化回归，将有助于经济增长回归潜在增长率。房地产政策的正常化也降低了楼市大幅调整的风险。结合当前疲弱的增长动能和宏观政策的放松态势，预计2015年经济增速虽然继续低于潜在增长率，但偏离有限。

而通胀对政策的反应要滞后于增长，因此预计通胀将继续下行。基于上述政策假设和对全球经济继续温和复苏的判断，我们预计2015年GDP增长7.3%，较2014年小幅下降。投资需求存在下行压力，房地产投

资放缓仍是主要拖累，但消费的平稳增长将带来内需结构的改善。外部需求则受海外经济增速回升带动而继续好转，净出口对经济的贡献度增大。宏观政策向逆周期操作回归，且改革红利逐步释放，将使经济增长逐渐回归潜在增长率，我们预计2016年GDP增速将回升至7.5%。

货币政策适度放松并不会增加金融风险。很多人担心政策放松会使中国经济的杠杆率上升，加大金融风险。但我们的研究显示，在经济增速下降的时候，杠杆率的增速是加快的，即如果要直接用紧货币来降杠杆，常常会适得其反。道理很简单，在有效的股权融资渠道缺失的情况下，经济下行的时候，企业靠自身盈利补充资本金的能力下降，中国的高储蓄率自然表现为债权融资在整个融资的比重上升。因此，从既要保增长又要减少金融风险的角度讲，只有通过改革提升中国金融系统配置资源的效率才是治本之举，尤其是修复股权市场的投融资功能是当务之急。

投资疲弱抑制经济增速反弹

从“三驾马车”来看，2014年总需求疲弱主要弱在投资，而投资主要弱在房地产。疲弱的投资导致中国进口增速低迷，并相应扩大净出口对经济增长的贡献。消费增长则保持平稳，占GDP比重逐步上升，是经济结构调整的主要体现。

房地产投资增速继续下滑。2014年以来房地产销售和新开工负增长，房价回落。9月份以来房地产政策开始调整，部分城市取消限购，房贷政策放松，货币政策也开始朝放松方向转变，这对房地产销售将起到一定支持作用。但房地产开发的融资政策仍然没有正常化（绝大部分开发商仍然无法在国内股市或债市融资），未来一段时期房地产投资难有起色。我们预计2015年房地产投资增速将下滑至8%左右。房地产销售的不景气导致土地出让放缓，2014年截至9月房地产企业土地购置面

积负增长，第三季度土地出让收入接近零增长。由于2014年地价从高位下调，预计2015年土地出让收入负增长的可能性较大，将对地方政府投资资金来源带来压力。

消费保持平稳增长，内需结构优化。2014年以来私人部门消费保持平稳，反腐对一些与腐败相关的消费的负面冲击持续发挥影响。2015年反腐对消费的影响仍然存在，但对消费增速的影响将逐渐消退。同时，私人部门投资和消费前景乐观。央行9月中旬以来两次下调14天正回购发行利率，各期限市场利率整体下行。我们预计随着通胀继续回落，央行全面降息的掣肘将减少。央行下调存贷款基准利率将带动市场利率更大幅度回落，进一步降低企业的资金成本。而房地产和政府投资的减少也会增加对私人部门的资金供给。前三季度居民人均可支配收入增长8.2%，高于经济增速，有利于2015年消费增长。因此，消费增速总体上将保持平稳，对GDP增长的贡献将进一步上升。

外需复苏带动中国出口增长，贸易条件改善和内需疲软导致贸易顺差扩大。从外需看，全球经济增长将在2015年加快，IMF最新的展望报告预计2015年全球GDP增长率从2014年的3.3%上升至3.8%。美国经济将会延续当前的增长势头，日本安倍经济学的效果还会持续，欧洲经济面临一些不确定性因素，但是2015年总体情况仍将好于2014年。此外，近期油价下跌给全球经济带来正面的供给冲击，有利于全球经济增长。我们预计外需复苏将带动中国出口增速回升，2015年出口增长9.5%。近期油价大幅下跌，以及前几个月铁矿石、铜等原材料价格下滑，都会减少进口支出，增加贸易顺差。进口价格下跌带来贸易收益，会增加国内企业和居民的收入，有利于私人部门投资和消费。

油价下跌和楼市调整加大通胀下行压力

预计2015年CPI降至1.4%或更低。内需增长放缓是通胀回落的主要

因素。由于通胀通常滞后于经济周期，短期内通胀仍将低迷。。我们预测2015年CPI将显著低于市场预期，经济面临通缩的风险高于通胀风险。预计CPI环比涨幅先降后升，同比增速2015年底出现小幅回升但仍然显著低于2%。

1.从货币总量看，2013年以来M2和社会融资总量增长持续放缓，虽然目前货币政策有所放松，但力度有限，因此未来通胀缺乏上涨的货币基础。

2.油价下跌将向CPI传导。近期布伦特原油价格大幅下跌至86美元左右，其影响尚未充分传导到CPI。从历史上油价与CPI的关系看，油价下跌将带来CPI继续下行的空间。

3.楼市调整将逐步传导至租金和服务类价格。由于房地产市场持续调整，房价在过去几个月已经环比下降。房价下降将逐步传导至租金，从而压低服务类价格涨幅。

4.猪肉价格不具备大幅上涨的基础。2014年生猪存栏显著回落，但猪肉需求受反腐影响也显著下降。过去10年中猪肉价格大幅上涨均伴随货币大幅扩张和总需求过热的情况。在总需求疲弱、货币条件偏紧的情况下，猪肉价格从未大幅上涨。从供给面看，石油价格和对饲料成本影响重大的玉米价格高度正相关，油价下跌将传导至玉米和猪饲料价格。2014年以来国际粮价的下跌也会抑制2015年猪肉等食品价格的上涨幅度。

PPI持续通缩，但跌幅收窄。投资需求继续放缓和油价下跌可能导致未来几个月PPI继续下跌。但是由于铁矿石、铜等大宗商品已经持续下跌相当时间且累计跌幅较大，未来PPI进一步大幅下跌空间有限。预计2015年PPI下跌1.2%，跌幅较2014年收窄，环比先降后升，下半年环比可能转正。

财政赤字小幅扩大，利率下行

财政政策保持积极态势。2014年以来货币政策和财政政策转向宽松，但主要以定向宽松方式为主。

1.总的财政赤字存在继续扩大空间。通胀下行带来2015年名义GDP增速进一步放缓，这将带动财政收入增速下行至7.5%。在以收定支的原则下，财政支出增速也将有所下滑，预计支出增速7.8%，财政赤字1.45万亿元，占GDP的2.3%，较2014年小幅提高。

2.盘活财政存量资金空间仍然较大。虽然过去两年国务院财政部强调各级财政要盘活存量资金，但是目前财政存款仍然高达4万亿元。值得注意的是，2014年5月28日财政部发布《关于进一步加强财政支出预算执行管理的通知》以后，财政支出进度才开始提速。预计2015年财政支出进度将更加均匀，积极的财政政策可能会得到更充分的落实。

3.公务员工资存在上调可能性。在反腐大幅降低公务员的灰色收入之后，上调公务员工资的迫切性增加（上一次上调公务员工资是2006年）。

货币政策将引导融资成本继续下行。第三季度GDP增速下滑至7.3%，8月工业增加值低至6.9%，增长放缓加大货币政策放松压力。9月份CPI降至1.6%，PPI继续下跌，通胀下行也为货币放松打开空间。尤其是，房价作为过去两年货币政策的主要掣肘已经环比下跌数月，货币放松的副作用显著降低。相对于经济增速，当前实体经济融资成本仍在高位，货币条件总体上仍偏紧。

4.银行间7天回购利率预计将有100个基点的降幅，国债收益率曲线将陡峭化下行。央行货币政策放松更倾向于主动降低银行间市场利率，而非直接下调存、贷款基准利率。我们预计2015年央行会继续主动下调正逆回购发行利率，2015年7天利率将从当前的3%回落至2%，有100个

基点的下行空间。

在货币政策放松初期，由于长端利率对货币政策更敏感，通常国债收益率曲线平坦化（如2008年和2011年的第四季度），但随着货币政策的持续放松和效果显现，短端利率会大幅下行，国债收益率曲线呈陡峭化。

我们预计2015年1年期国债收益率较当前的3.5%回落至2.5%左右，10年期国债利率从当前的3.7%回落至3.2%左右。

5.法定存款准备金下调可能难以避免。我们预计2015年新增外汇占款较2014年小幅反弹至1万亿。自2012年以来，随着新增外汇占款的大幅减少，基础货币同比增速落至低位。未来央行减少对人民币的干预（停止外汇储备增长），也将降低外汇占款。20%的法定存款准备金率是为了对冲外汇占款的快速增加，但当趋势逆转时，法定存款准备金率可能相应下调以提高货币乘数。我们预计2015年法定存款准备金率下调4次，从当前的20%降至18%。

人民币小幅升值。我们预计2015年经常项目顺差占GDP比例上升，带来人民币汇率升值压力，同时央行减少干预（少购汇），也带来人民币升值压力。但2015年中国利率下行和美国利率上行将缩小中美利差，可能带来人民币贬值压力。综合看，我们预计2015年人民币兑美元即期汇率小幅升值0.3%至6.10。

结构改革进入攻坚阶段，有望降低系统性风险，改善经济结构。我们预计2015年将落实数项重大改革，主要包括：1. 财税体制改革将逐步释放制度红利；2. 2015年启动国有资本投资运营公司组建试点，同时明确混合所有制等实施办法；3. 土地制度改革促进收入分配，对消费长期有利。

经济增长逐步回归潜在增长率

预计2015年GDP增长7.3%，较2014年小幅下降。投资需求存在下行压力，房地产投资放缓仍是主要拖累，但消费的平稳增长将带来内需结构的改善。外部需求则受海外经济增速回升带动而继续好转。宏观政策向逆周期操作回归，一定程度缓解增长下行压力。综合自主增长动能和政策放松的影响，经济增速逐步回升至潜在增长率附近。

2015年增长和通胀环比走势前低后高。2015年上半年可能是货币政策进一步宽松的时间点。因此，2015年GDP环比走势前低后高，但同比增速因为基数影响小幅下行。随着2015年货币和财政宽松力度加大，环比动能改善，2016年经济有望见底回升。我们预计2016年GDP增速将回升至7.5%左右。

很多人担心货币政策的放松会使中国经济的杠杆率上升，增大金融风险。但是我们的研究显示，中国杠杆率的增速与经济增速是负相关的：在经济增速下降的时候，杠杆率的增速是加快的，即中国20年来的实际经验是不支持通过把经济增速降下来从而降杠杆的提议的。

道理很简单，在有效的股权融资渠道缺失的情况下，经济下行的时候，企业靠自身盈利补充资本金的能力下降，中国的高储蓄率自然表现为债权融资占整个融资的比重上升。也就是说，如果要直接用紧货币来降杠杆，常常会适得其反。

在中国现实的政治经济环境中，过于疲弱的经济活动最终还是会引发国有部门追加投资、承担更多债务，各级政府将会做更多大型的基础设施投资，在债务和资产的累积中出现“国进民退”。因此，从既要保增长又要减少金融风险的角度讲，只有通过改革提升中国金融系统配置资源的效率才是治本之举，尤其是修复股权市场的投融资功能是当务之急。

---

1. 作者与中金公司经济学家赵扬、刘鎏、刘博联合撰文。

新常态下的政策基调与重心

宏源证券宏观研究高级经济学家

孙海琳[注]

中央经济工作会议2014年12月9日至11日在北京举行。习近平在会上发表重要讲话，分析当前国内外经济形势，总结2014年经济工作，提出2015年经济工作的总体要求和主要任务。

中国政府的目标通常在“稳增长、调结构、防风险（或通胀）、促改革”等目标中切换重心，下面从政府的四个目标角度解读中央经济工作会议关于2015年的基调，同时对宏观调控政策和区域经济政策做出展望。

增长方面

主要经济社会发展目标方面，预计GDP目标将下调为7%，其他经济指标也将有相应调整。2014年以来，潜在经济增速重心下移的势头更趋明显，全年保7.5%的压力很大，在就业压力不大的情况下，过高的经济增长目标压缩了促改革和调结构的政策空间。此前政治局会议强调：“坚持以提高经济发展质量和效益为中心，主动适应经济发展新常态”，“把转方式调结构放到更加重要位置，狠抓改革攻坚”。中央经济工作会议延续了这些表述，并以大量篇幅强调“准确把握经济发展新常态”。虽然2015年的主要经济社会发展目标预计要等2015年3月两会期间公布，但政治局会议和中央经济工作会议关于准确把握经济发展新常

态、重经济发展质量而非速度、调结构和狠抓改革等措辞，都意味着2015年GDP目标将下调至7%，其他经济指标也将有相应调整，中国经济由追求速度逐渐转向追求质量和效益。

特别需要注意的提法是“用好我国经济的巨大韧性”。经济工作会议提到要“依靠促改革调结构，坚持不懈推动经济发展提质增效升级，努力做到调速不减势、量增质更优。”“调速不减势、量增质更优”的说法进一步明确了“速度向质量”的切换。

改革方面

会议要求加快推进经济体制改革，但一方面强调“围绕解决发展面临的突出问题进行改革，继续抓好各项改革方案制订”，另一方面又强调“要抓好改革措施落地，狠抓落实”，表明“方案制订”与“措施落地”同步推进，改革将“有快有慢”，预计“行政审批、投资、价格、垄断行业、特许经营、政府购买服务、资本市场、民营银行准入、对外投资等领域改革”将加快，其余的改革将有序进行。比如会议提到的土地改革，表述上是“要完善农村土地经营权流转政策，搞好土地承包经营权确权登记颁证工作，健全公开规范的土地流转市场”，实际上仍延续着2013年和2014年中央“一号文件”精神，推进较为审慎。国企改革方面强调的是“提高国企核心竞争力”，方式是“现代企业制度”。

与第七次深改组会议表述类似，经济工作会议提到“要尊重和发挥地方、基层、群众首创精神，从实践中寻找最佳方案”，表明了深化改革由原来的“顶层设计”开始转向“顶层设计”与“实践中寻找最佳方案”同步推进。

结构方面

过去10年中国的快速发展主要靠满足中国和世界市场的“衣食住行”，主要包括“衣”方面的纺织服装产业链、“食”方面的食品饮料产业链、“住”方面的房地产产业链以及“行”方面的基建及汽车产业链。

然而，经济工作会议明确提到“新常态”的八个方面，分别从“个性化、多样化消费”，“低成本比较优势发生了转化”，“新兴产业、服务业、小微企业作用更凸显”，“人口老龄化……更多依靠人力资本质量和技术进步”，“环境承载能力已达到或接近上限”等方面总结了新常态的特征，意味着“衣食住行”驱动的依赖低成本、高污染和人口红利的经济增长模式要向“科教文卫”驱动的“创新驱动、产出高效、产品安全、资源节约、环境友好型”发展模式转变。

事实上，随着居民收入的持续增长，中国的需求结构也在发生结构转型，以汽车、电冰箱、洗衣机和彩色电视机为代表的主要工业最终产品的需求收入弹性均已进入下降趋势。这意味着未来中国要从大国变成强国，可能不能再依靠“衣食住行”，而应大力发展“科教文卫”，即高科技产业、信息化产业、现代服务业、文化娱乐产业和医疗卫生产业等新经济的方向。可喜的是，这种经济的核心驱动因子的转移正在真实地发生。

在调结构方面，经济工作会议明确提出“把转方式调结构放到更加重要位置”，“要促进三驾马车更均衡地拉动增长”，指出“要通过创新供给激活消费需求，释放消费潜力，使消费继续在推动经济发展中发挥基础作用”，“创新投融资方式，使投资继续对经济发展发挥关键作用”，“高水平引进来和大规模走出去正在发生，加紧培育新的比较优势，使出口继续对经济发展发挥支撑作用”。

风险方面

重点关注“以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险”，或意指债务风险和地产风险仍排在首要防范位置，此外，继续加强保证和改善民生工作防范社会风险。

经济工作会议指出：“从经济风险积累和化解看，伴随经济增速下调，各类隐性风险逐步显性化，风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间，必须标本兼治、对症下药，建立健全化解各类风险的体制机制。”可见“高杠杆和泡沫化”的风险是其主要忧虑所在，这可能指向的是债务风险和地产泡沫风险。当然，产能过剩和信用风险也是其衍生含义，化解方式是什么呢？在“努力保持经济稳定增长”的任务描述中，经济工作会议提出：“要高度关注风险发生发展趋势，按照严控增量、区别对待、分类施策、逐步化解的原则，有序加以化解。”可见风险处置手段仍倾向于“定向拆弹”，“发展中解决问题”。

此外，在防范社会风险方面，经济工作会议提出“加强保障和改善民生工作”，“社会政策托底”，对扶贫和就业工作以及社会公平方面也着墨较多。

宏观调控方面

继续维持“积极财政+稳健货币”的政策组合不变，但强调“积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度”。

其目的是2015年经济工作的首要任务“努力保持经济稳定增长”。预计2015年赤字率将有所提高，财政政策的逆周期调控将得到加强。

为应对危机，2009年的政策基调是“积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，自此之后政策基调就维持“积极的财政政策和稳健的货币政策”不变，但在实际操作力度上会有区别。事实上，近些年来中国财政

与货币政策的组合往往是让货币政策冲在前面，协调性并不好。央行研究局首席经济学家马骏曾指出，按照国际通用的“财政脉搏”测算，中国财政政策的逆周期调控效果不彰，委婉地暗示未来需要财政政策更多发力。经济工作会议强调“积极财政要有力度”，显示财政政策的逆周期条件作用将得到加强，赤字率或因此提高。我们测算，2015年房地产投资增速可能下滑至8.5%左右水平，要维稳经济增长至7%以上，基建投资增速仍需维持20%左右的增长，再加上结构性减税的继续推进，客观上也要求财政扩大赤字率。

在中央和地方政策安排上，预计将出现“强中央弱地方”的趋势。仅就财政政策来说，过去的分税制改革扩大了地方财政权力，但也导致了地方政府的债务过高积累。为了防范债务风险和提高资金效率，本届政府大幅削减地方政府财权，地方政府土地财政难以为继，融资平台被整顿规范，地方债务要求清理甄别，近期更是将地方税收优惠政策上收至中央，这意味着以后的财政政策将更依赖中央政府。在《预算法》修改和赤字扩大的背景下，预计自发自还的地方债规模将有较大扩张，但总体来讲地方财力将较以往大大受限，只能依靠税收和地方债等正规渠道。

货币政策方面，“松紧适度”的描述意味着货币政策主要承担防风险和维持经济金融稳定的职能。在经济下行压力较大或者金融稳定受到影响时，预计降息、降准等传统货币政策工具都将使用，为疏通货币政策传导机制，创新性货币政策工具也将更多运用。此外，为维稳地产投资，货币政策可能也将继续选择国开行通道加大对基建和棚改的资金支持，实际上将国开行也摆上中央政府“第二财政”的位置。

区域经济方面

经济工作会议明确提出“优化经济发展空间格局”，重点实施“一带

一路”、京津冀协调发展、长江经济带三大战略，以及推广上海自贸区经验。“一带一路”沿线总人口约44亿，经济总量达21万亿美元，分别约占全球的63%和29%，部分市场人士甚至将其视作中国版的马歇尔计划。我们认为，“一带一路”政策引导中国的资本和过剩产能“走出去”，对外扩大国际影响力，对内引领资本和资源更合理全球配置，符合我党关于“重要战略机遇期”内涵变化的判断。京津冀协同发展和长江经济带建设有利于缩小地区差距和贫富差距并形成几大区域战略互动，打造新的经济支撑带；自贸区政策符合以开放促改革的大战略，有利于打造新经济的升级版。福建经济区同时属于“一带一路”和自贸区概念，除了以开放促改革外，还被赋予了“服务全国发展大局和祖国统一大业”的战略高度，有望开启台湾问题战略新篇章，值得长期关注。

---

1. 作者与宏源证券宏观研究分析师朱晓明、陈光磊、研究助理牟冰旋联合撰文。

微刺激：继续还是相机退出？

厦门大学宏观经济研究中心“中国季度宏观经济模型”课题组

2014年上半年，中国GDP增长7.4%，CPI上涨2.3%，PPI下跌1.1%。由于制造业产能过剩和房地产业去库存放缓导致投资增速大幅下滑，城乡居民实际收入增长未见明显改善，国内消费需求疲软，国际经济复苏缓慢，净出口增速下降等原因，中国经济增速延续了2008年国际金融危机以来的下行趋势，且为近4年来最低。“三期叠加”，经济增速换挡回落，经济正在步入新常态，它既是30多年高速发展的必然结果，也是客观经济规律作用的集中体现。只有以平常心适应经济发展新常态，探索宏观调控新思维，才能站在新的历史起点，推动经济社会平稳健康可持续发展。

中国经济增速2015年放缓至7.37%

由于城乡居民实际收入增长并没有明显改善，当前宏观调控虽然强调微刺激、定向宽松等措施，但本质上还是只能通过基础设施领域的投资扩张来稳定增长。然而，随着货币供应量水平的持续快速增长以及社会融资规模的不断扩大，不仅投资拉动的经济增长效应持续减弱，而且已积累了大量债务的地方政府也难以再启动大规模的投资项目。同时，尽管外部经济环境稳步趋好，但由于国内劳动工资水平的提高以及人民币仍将小幅升值，会在一定程度上抑制出口的增长。

基于中国季度宏观经济模型（CQMM）的预测结果表明：2014年，中国经济增长减速的态势还将继续，预计全年GDP增速为7.49%。其

中，由于2013年三季度经济增速的基数较高，而且预计房地产投资还将继续下滑，外需短期内回升力度也不大，因此，第三季度的同比增长率将微降至7.42%，第四季度可能回升到7.62%。2015年的四个季度将延续2014年的态势，前低后高，全年GDP增速将放缓至7.37%。

2014年中国物价水平温和上涨，CPI预计将上涨2.51%。但由于M2增长将超过14%，不仅高于年初预定目标，而且也高于2013年的M2增速。2015年的CPI在经济增速回落的情况下将进一步上升至2.80%。此外，PPI在未来两年将继续维持负增长，但是自2014年3月份以来，降幅已经连续4个月收窄，预计这一走势将继续维持。2014年PPI预计为–1.53%，2015年降幅可能进一步收窄至–0.98%。

尽管2014年下半年美国经济复苏力度可能有所增强，欧元区经济也将逐渐企稳，但受美国一季度罕见萎缩与欧元区二季度经济增长停滞的不利影响，以美元、按现价计算的出口总额和进口总额预计仅分别增长5.15%和4.85%，比上年下降2.97和2.39个百分点。至2015年，随着外部市场需求的加速恢复，中国进出口增速将显著回升。以美元、按现价计算的出口增速预计将达到10.23%，进口增速预计将达到9.66%。

适时适度的微刺激旨在经济平稳过渡至中高速的新常态

由于国际经济复苏进程缓慢，国内经济结构失衡，体制改革一时难以到位，发展方式尚难较大转变，自上届政府的4万亿反危机投资刺激政策逐步退出之后，中国经济增长始终面临着较大的下行压力。从季度同比增长率来看，GDP增速从2010年第一季度的11.9%，连续10个季度下滑，降至2012年第三季度的7.4%。这一增长率低于当年政府下调之后的预期年度经济增长目标。为了阻止经济增速继续下滑，新一届政府实施了稳增长政策。与上届政府有所不同的是，本届政府不再实行一次性大规模投资刺激计划，而是采取了一系列微刺激政策以稳定增长。主要

包括推出了一批铁路、公路、市政、能源、环保等基础设施投资项目，鼓励民间资本参与，加快保障房建设，支持小微企业发展，加快服务业发展，促进外贸稳定增长，等等。这些微刺激措施的实施，使2012年第四季度经济增长率一度回升至7.9%。然而，经济增速并未因此稳定下来。进入2013年，第一季度的经济增速立即从上年第四季度的7.9%下滑至7.6%，第二季度进一步下滑至7.5%。为了防止经济失速下滑，宏观调控部门不得不于年中再次启动与2012年相似的稳增长政策。于是，第三季度的经济增速因此小幅反弹至7.8%。然而，2014年第一季度，类似前两年的情形再次出现，经济增长率继续下滑，并跌至新的低谷，7.4%，新一轮的微刺激提前至第二季度开始。然而，这一轮微刺激仅使第二季度的经济增速回升了0.1个百分点。

微刺激的时点不断提前，微刺激的经济增长效果却一再衰减，形成了一个周期不断缩短的年度经济循环：经济增速下滑——微刺激稳增长——小幅反弹——再度下滑。原因何在？

从根本上看，还是过去长期形成的“投资驱动、出口拉动”的增长方式尚未得到改变的结果。金融危机的爆发抽走了中国经济增长“出口拉动”的引擎。同时，长期的GDP高增长并没有带来城乡居民人均实际收入的同步增加，且危机后GDP增长率的下滑，进一步抑制城乡居民实际收入的增长，加上居民边际消费倾向的降低，经济增长的“居民消费支撑”引擎始终难以发挥作用。不得已，稳增长只能靠“投资驱动”。4万亿的救市计划虽然使2008~2011年GDP的增长率维持在9%以上，但在本质上，沿袭了投资扩张的思路，不仅不能扭转增速的下滑，反而增强了经济增长对投资的依赖，进一步扭曲已失衡的经济结构。4万亿投资计划逐步退出之后，2012年至今的经济增速迅速下跌至8%以下。

长期来看，受经济总量、人口结构调整以及产业结构调整等的影响，国际金融危机后，中国经济增长速度不可能再维持8%以上的高速，经济增长将进入新常态的中高速阶段。短期内外部市场的不确定

性、国内企业与地方政府的债务问题以及金融体系存在的高风险，固然使稳增长成为必需，但运用微刺激政策进行定向调控目的在于使经济能平稳过渡至中高速的新常态，而非追求一个人为制定的高增长目标。一旦外需恢复使经济增长趋于稳定，就需要退出微刺激。

在经济周期的下行区间，适度下调预期经济增长率：利大于弊

近三年的宏观经济运行情况说明，如果不采取现有力度的微刺激政策，中国目前的经济增长率，显然要低于现有经济增长实绩。但是，短期的需求刺激只能用于熨平周期波动，不可能在经济的自然稳定增长率较低的情况下，长期人为地抬高经济增长率。持续地应用微刺激政策实现高于经济的自然稳定增长率的预期经济增长目标，可能得不偿失。反之，如果顺应经济发展趋势，在经济周期的下行区间，适当下调预期经济增长率，则有利于适当减少对经济运行的人为干预，大大降低宏观经济调控成本与宏观经济运行成本。为此，本次中国季度宏观经济模型的政策模拟针对下调预期经济增长率的宏观经济效应而展开。

根据中国季度宏观经济模型的设定，课题组计算发现，如果将2012、2013年的经济增长率下调至7.2%，那么，2012、2013年的M2分别只需增长11.7%和12.2%，较实际M2增速分别下降2.0和1.3个百分点。其他主要宏观经济指标的变化情况如下。

第一，城镇固定资产投资增速方面。2012年、2013年分别较基准值下降了2.5和2.3个百分点。其中，制造业投资增速分别下降2.9和2.5个百分点；房地产投资增速下降2.5和2.3个百分点；交通基建投资增速则变化较小，分别下降1.7和1.8个百分点。受此影响，制造业占总投资的比重将分别下滑0.1和0.17个百分点，房地产业则基本保持不变。

第二，社会消费品零售总额增速方面。2012年、2013年分别较基准值下降了0.3和0.7个百分点，下降幅度明显小于投资增速。这一方面是由于消费并不直接受货币供应量下降的影响；另一方面也得益于货币供应量下降造成的物价水平下降。2012年、2013年，CPI将分别下降0.09和0.16个百分点。此外，PPI也将分别下降0.47和0.82个百分点。

第三，总需求结构方面。由于投资增速下滑，2012年、2013年，资本形成总额占比将分别下降0.20和0.33个百分点；居民消费占比则分别提高0.07和0.08个百分点，而受进口下降的影响，净出口占比也将分别提高0.06和0.09个百分点。总体上，由于投资的下降，总需求结构因此得以小幅调整。

第四，就业方面。经济增速的下调并没有带来新增就业增速的急剧下滑。2012年和2013年，新增就业人数增速仅分别较基准值下滑0.13和0.19个百分点。变动幅度微小，基本不会影响整体新增就业的稳定。

因此，课题组认为：在目前情况下，将预期经济增长率从7.5%下调至7.2%，从整体上看，利大于弊。

2015~2016年，微刺激：继续？还是相机退出？

中国经济正步入以中高速增长为基本特征的新阶段，出现了趋势性的新常态，连续的微刺激并非最佳选择。

首先，目前的7.5%增速是建立在货币超发基础上的。2014年上半年，社会融资规模已经突破10.57万亿元，创历史最高水平；上半年M2增长了14.7%。预测表明，全年M2增长将达到14.2%，远超过年初制定的M2增长13%的目标，也高于2013年13.6%的增速。2014年的货币超发，将使2015年在经济增长减速的同时，通货膨胀率上升。如果2015年继续实行微刺激政策，势必将促使货币进一步超发，加剧未来的通胀压

力。

其次，勉强维持过高的经济增长率，使资金使用效率不断下降。计算发现，2010~2013年，我国每增加1万元的GDP，需要增加投放的M2分别为1.67万元、2.57万元、2.65万元和3.25万元。单位GDP增量所需增加投入的M2越来越多。2014年上半年，经济增速仅为7.4%，这意味着，在付出比2013年上半年多增4 200亿元融资规模和超过M2预期目标1.88万亿元的前提下，实现的经济增长率还低于2013年同期0.2个百分点。

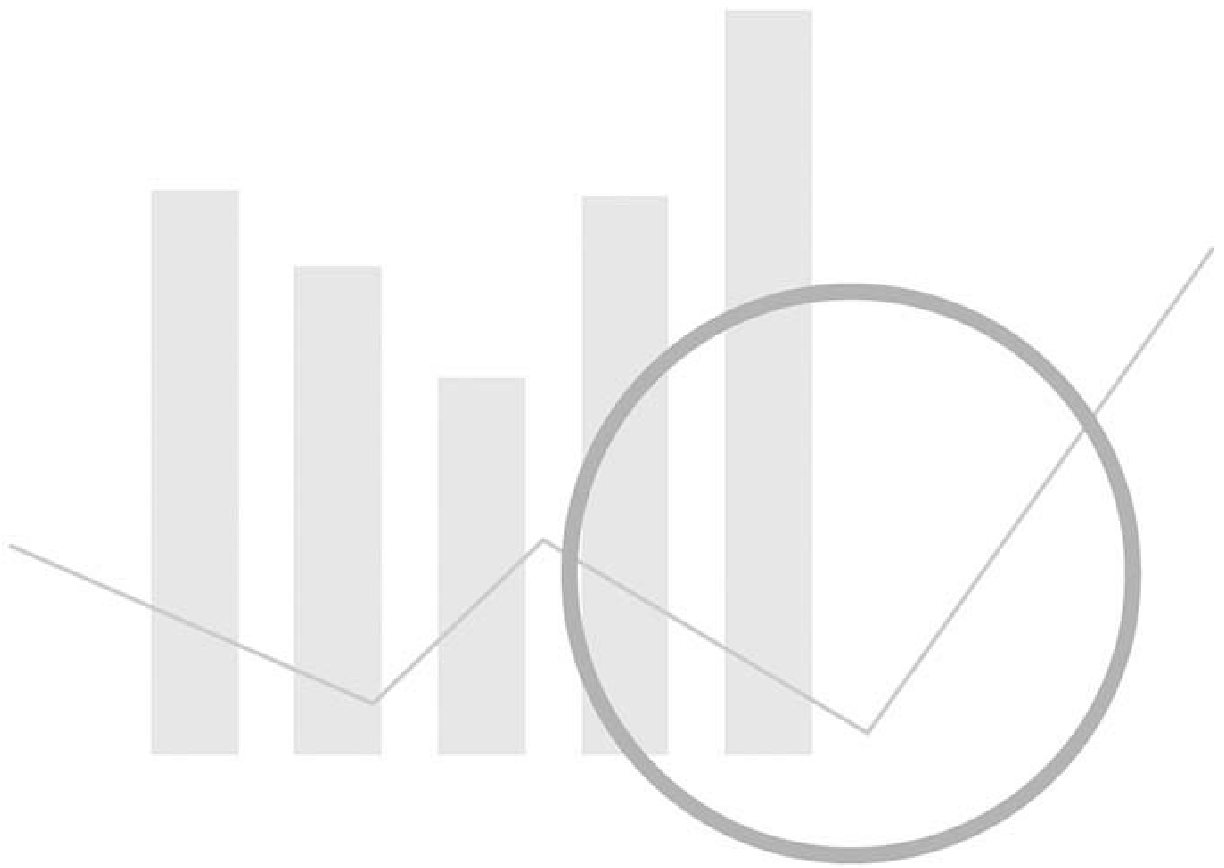
再次，微刺激、定向宽松等稳增长目前依然还只能通过基础设施领域的投资扩张来实现，这是导致整个国民经济投资效率不断下降、政府债务负担不断增加的重要原因之一。课题组计算发现，随着政府债务规模的不断扩大，新增政府债务的经济增长效应越来越低。2005~2008年，每新增1元政府债务，可以带来0.53元的GDP增量；但是到了2009~2013年，则大幅下降为只有0.29元的GDP增量。在既有的投融资体制下，如果继续维持7.5%的经济增长目标，2015年付出的代价会更高，地方政府债务风险将进一步积累，资源、环境更加承压，宏观决策面临的局面更难以驾驭。

最后，维持现有增长速度，并不能有效地扩大居民消费。2014年上半年我国经济增长速度比2013年同期仅回落了0.2个百分点，但是，社会商品零售总额仍比上年同期下降1.7个百分点。其中，较为鲜明体现经济景气变化的汽车和家具的销量都比2013年同期有所下降。这说明，在现有的体制环境及经济结构下，即使维持现有的增长速度，居民消费不振的状况也难以有所改观。

总之，课题组认为，在目前国际经济状况尚未明显好转，国内体制尚待全面深化改革，结构转换、发展方式转变任务繁重的情况下，宏观经济调控在政策预期目标上可能需要适时微调，以平常心看待国际金融危机后我国经济发展正在形成的新常态，顺势而为，主动地、适度地降

低近两年的预期经济增长目标，为“十三五”以至更长时期的经济健康较快发展奠定坚实的基础。

第六章
改革的新常态



中国政经形势与2015改革前瞻

智石经济研究院高级宏观研究员
谭翊飞

近年来，中国政经形势一直在发生复杂而深刻的变化。这种变化既由客观环境变化引起，也由主观变革所致，其复杂性可能为近年之最。

在官方的表述中，2014年的国际形势“错综复杂”，而国内改革发展任务则是“极为繁重”。

变化不仅仅体现在宏大的国家制度层面，也深刻影响到了每一个人的生活，政治氛围发生了持续性的明显改变，经济领域的新旧产业激烈变革，每个人都需要在这场新的变革中重新寻找自己的位置。

“新常态”是统领2015年经济工作的主题词，这个词在2014年底的中央经济工作会议上得到进一步的阐述，但它不仅仅可以用于描述经济领域，政治及社会领域亦是如此。但是，对于为什么会出现新常态，至今的认识仍然相当不足。这种认识的模糊，带来了改革推进的难度。因此，2014年的年度分析首先对出现中长期变化的原因进行分析，进而分析2015年的政经走势和改革动向。

总体而言，2015年的政治形势比2014年更加稳固，经济下行压力会进一步加大，但是改革所要闯入的深水区却要超越2014年。2015年，政经形势的总体平稳应无疑问，但不排除局部地区、领域的一些不平稳，或是某些领域改革的局部回调。

如何认识正在发生的深刻变化？

任何变化都不可能是无源之水、无本之木，相反，它一定是一定领域的矛盾积累到一定程度的爆发，2014年左右的形势恰是如此。深层次变化主要来自以下三个方面。

第一，信息化的冲击导致新的社会生产模式和运行机制雏形初现，但对这一新情况的应对严重不足。

移动互联网、大数据、云计算，起初人们对这些新名词的认识仅仅停留在对个别产业的影响，如传媒、中介行业。而今，人们发现，其带来的变化远不止于此，它带来的是人类社会结构的变化。

信息传播方式的去中心化和大数据运用结合起来之后，整个制造业的生产和服务体系都要发生变化。过去，市场运行的源头是供给方，由其分析市场、制造产品、建立销售网络，而今模式变了，消费者不需要通过层层经销商网络才能与生产商建立联系，他们可以直接提出要求，然后再进行生产。生产和需求的关系发生了变化，所有的行业都要受到影响。

新的生产消费体系为需求的多元化、个性化带来了可能，同时也给制造业带来了更大的难题。过去整齐划一的规模化生产不一定受到欢迎，相反“小的就是美的”生产模式受到更大的欢迎，它通过大数据找到隐藏在世界各个角落各种偏好的用户，满足每个用户的个性化需求。

一个行业可能在很短的时间崛起，也可能在很短的时间死去，小米公司的崛起和传统家电企业海尔的转型即是典型案例。这要求更加高效的社会组织管理体系，更灵活和便捷的金融体系、创业投资系统、企业登记注册系统和生产服务系统。过去，处处审批，偏爱规模效应的管理方式已经落后于时代的需要。因此，行政管理体系的变革十分紧迫，僵化的行政管理体系和权力控制体系会扼杀新经济的成长，阻碍一个信息

化和扁平化社会的到来。

2014年初，中央网络安全和信息化领导小组成立，除了网络安全因素外，信息化对于中国经济、政治和社会各方面的影响还未被充分认识。年底，国家互联网大会召开，网信办主任鲁炜访问美国，未来几年这些领域的走向需要密切关注。

第二，对社会主要矛盾的判断可能要出现一些变化。过去认为，中国社会面临的主要矛盾是人民群众日益增长的物质文化和落后的社会化大生产不能满足需求之间的矛盾，主要体现在物质生产不够丰富、物质需求得不到满足。

但实际上，现在的物质生产已经极大丰富，并且出现了严重的产能过剩。单纯物质层次的需求大多已可以满足，但是矛盾在于不能满足多样化、个性化的需求和新需求。如何让社会化大生产和个性化需求对接成为主要矛盾，而不是物质生产的多少问题。

另外，追求清洁的环境、精神文化的享受、参与社会公共生活等新需求不断呈现，但满足这些需求则面临着严格的行政管制体系。

对社会主要矛盾认识的改变意味着，整个国家的制度体系、战略构架不再是物质生产促进型，所有的制度不应当是朝向生产更多的产品，而是要满足人民群众日益增长的新需求。这些追求相较过去大力促进物质生产的思路发生了明显的变化，旧体系仍在，新的对接机制尚未建立。

第三，国际环境发生了深刻的变化。虽然中国人均GDP还只有6 000多美元，还处于发展中国家的水平。但是庞大的中国经济体，不仅仅通过贸易进出口影响他国，而且也正在通过资本输出的方式影响他国，中国的对外资本输入即将超越FDI。人民币国际化才短短五六年时间，已得到迅猛发展。同时，在政治领域，中国被要求承担更多国际责

任。2014年美国打击ISIS，国内外都呼吁中国政府也参与其军事行动，阿富汗新总统访华，中国在政治领域需要对这个似乎被遗忘的邻国发挥更大的影响，中国和东盟经济关系深入后需要在传统和非传统安全领域加强合作。

如果说中国仍是一个发展中国家，那么她一定是一个特殊的发展中国家，因为历史上从未出现过如此庞大的、制度体系尚未成熟的发展中国家。因此，中国的外交思路需要发生变化，不能简单地韬光养晦，而必须有所作为。中国的所有政策也必须不仅仅考虑国内因素，而必须统筹内外，考虑对外部的影响和外部的反应。

正是上述深层次的变化，所谓的改革，并不是由个人的主观意志决定的，而是在适应社会发展需要的变革。从根本上而言，这是在信息化冲击、社会主要矛盾的局部变化和世界格局调整之后，上层建筑做出的顺应时代潮流、适应新的生产力和生产关系发展趋势而做出的应对。

这是一个全新的时代，上述几个方面情况的冲击，在未来若干年会进一步显现。但改革的力度目前还远远不能适应新时代的需要。

以上是对中国中长期变革的深层次原因分析，下面回归对2015年政经走势的分析。

2015年政经走势分析

经过中共十八大以来轰轰烈烈的群众路线教育实践活动和刮骨疗伤的反腐运动，2015年政治形势的稳定几乎没有疑问。

但是，政治形势的稳定并非轻易可以得来，2014年上半年的反腐和政治权力结构重塑也曾一度引起对反腐是否可控、何时为尽头的担忧。

政治形势稳定是经济发展和推进改革的前提。2014年，政治权力的重塑经历了一个漫长的周期，基本告一段落。因此，全面深化改革得以在2014年下半年展开。

但是，政治权力重塑在2014年并没有完成。第一，在党的十八届三中全会上决定成立的另外一个重要机构——中央国家安全委员会（简称“国安委”），至今只公布了其召开第一次会议的信息，这个新设立的机构许多信息仍然不全。2015年国安委的运作情况值得高度关注，一旦这一机制运行平稳，在涉及军事和安全领域的制度变革一定会加速。

第二，纪委“复位”成为近年来最明显的党内政治结构的变化。按照党章规定，纪委直接对中央委员会负责，而非政治局，这意味着本身就可以对政治局及常委会进行监督。纪委不仅仅横向重构自身和其他机关的关系，在垂直体系上也完成了以上级为主的双重管理体制。反腐进入下半场，制度建设更为重要，2015年纪委的任何新举措都值得关注。

第三，以朝向党的十九大的眼光来看待2015年省级地方大员和部委负责人的变动，其变动仍不会太快，但应会超过2014年。党的十九大召开的2017年，全国将有8个省区的书记超过65岁，6个省区的书记刚刚65岁，2018年将有三个省区的政府负责人超过65岁，这些年龄将超任的地方大员是否会退居二线、什么人将会填补空缺值得关注。

在2014年的人事调动中，一批官员填补了反腐留下的空缺。在调动中，产生了一批政治新星，值得关注。2015年政治新星会更多地出现。

第四，2014年，条条块块的权力在一些局部领域已经发生调整，如不动产登记等一些具体的监管领域。这些变化在2015年会加速，如财税改革的深度展开，一定会涉及央地事权的重新划分，这些变动的影响将相当大。在久拖不决的条条分割的领域，如食品安全、市场监督执法（工商、质检、药监等）、海洋管理、债券市场管理和海洋管理等领域可能会进行更多的改革，强化市场监管会是2015年延续2014年的改革主

线条。

第五，2014年，亚太地区十分不太平。中美之间的军机一度在南海十分接近，中日几乎处于擦枪走火的边缘，令国际社会忧心忡忡，南海问题也上一度沸沸扬扬。这些问题2014年表面上有所缓和，但深层次矛盾仍无法破解。2014年末，台湾地区政治上所发生的变化可能又增添这一地区未来安全上的不确定性。

第六，以上所述，均非中国政治领域最艰巨的挑战。最艰巨的挑战在于转变政府职能——让反腐高压下的官员，既要不贪，又要干事。这种转型，仅仅靠中央监督是不可能完成的，需要开启地方人大、民众有序的监督渠道，目前还看不到这方面改革的迹象。

在经济领域，2014年终岁末的官方通报中，消费对经济增长的贡献率已经超过了投资，这被解读为具有重大意义的转变，因为中国宏观经济最明显的失衡出现在投资、消费和出口三驾马车之间。

但其实，消费和投资对经济的贡献率变化并不意味着结构的改善，因为贡献率考虑的是增量因素。投资仍然是拉动中国经济增长的绝对主力，以第三季度的数据看，投资占比达到了85%，再创近年来的新高，结构失衡进一步加剧。

而且，在占中国经济增长的绝对主力投资中，房地产占比进一步增高。2014年，中国宏观经济领域的最大变化出现在房地产的长周期回调，从杭州楼盘降价开启的楼市下行风云，环绕全年，地方政府的放松和救市从遮遮掩掩到光明正大，直至中央层面的“9·30”新政救市。新政短暂促进了部分地区的成交量回暖，并带动了土地价格再次暴涨，但是房地产库存压顶，库存增速远远超过成交量的增速，2015年下行压力会继续加大。

受债务总量、财政减收的压力，大规模的财政刺激政策不可行。

2014年，中央政府使出浑身解数试图拉动民间投资，如发改委和财政都在推进PPP模式，但目前效果仍然不明。

在消费和出口领域，几乎不可能指望会取得突出的成绩，美元重回强势、国际油价暴跌对中国经济影响还需要进一步评估。新的增长动力尚未形成，旧的增长模式陡然失速。2015年的宏观经济形势一定不会好。

面对这些难题，需要回到一个本源的问题：中国经济的潜在增长率到底是多少？

如果不考虑前提条件，在老模式下探讨增速问题，显然没有价值。但新的增长动力形成需要人力资本充分利用、科技创新充分发挥、体制机制改革到位，可目前无论哪个方面，都非一两年之功可以实现。

不过，影响增长的还有统计方法，国民经济核算体系的变革可能会提高增长，尤其是吸纳被低估的服务业增加值，以及将研发支出计算进入GDP。

对2015年的区域经济走势，还需要密切关注受经济下滑等因素影响，支柱产业遭到重创的地区，如黑龙江、山西和河北等地。

另外，2014年末，股市的繁荣会对中国经济走向带来新的变量。因为房地产库存压顶，而房产是这些年国民投资的主要渠道，吸纳了大量的资金。如果拥有多套住房的人群大量抛房入股市，对房地产业会带来更大的冲击。2015年，中国也许需要一份应对房地产下滑的预案，这份预案应该测算对地方政府土地收入、银行抵押品价格和银行不良贷款率上升幅度，以及对水泥钢筋建材等行业的影响分析。鄂尔多斯和温州的案例仍值得深入解读。

以上是对2015年政经走势的初步分析，此外，社会领域的变化同样

值得高度关注。2014年，就业形势取得良好成绩、网络环境得到改善，普通的群体性事件并没有大规模发酵，但是因为经济下滑，持续多年的工资水平上涨趋势在2015年可能会回调。这对社会稳定可能会造成新的影响。

和新疆有关的暴力恐怖事件在2014年初呈现向内地蔓延之势，但在下半年这一形势又有好转，因缺乏资料，这个领域的变化还难以评估。

2015年改革前瞻

2014年改革呈现明显的上下半年的特征。上半年进展缓慢，全面深化改革领导小组也仅仅开了两次会议，而下半年改革加速，在地方债、农村土地等一些深层次领域开始推进改革和改革试点。

2015年的改革进展同样要考虑到政治权力重塑进程，这是改革得以推进的前提。在2014年，中央深改组的会议并没有形成固定的节奏，改革有时会以意想不到的方式突然推进，而且即使会议召开过后，大多数改革方案并没有公开，而是有待具体部门在落实中调整。2015年改革可能继续呈现出这样的特征，一些重大改革可能出乎意料地被加速推进。

按照上个年度改革前瞻分析框架，本文分析同样将改革分为两大板块，第一部分是经济改革，其中核心是土地、利率和汇率制度的改革，笔者认为这是经济改革核心中的核心。2015年度的分析会将“建立全方位开放体系”和“宏观调控”也放到这个部分，因为这些和利率、汇率制度都密切相关。另外就是基本的市场体系建设，包括产权、反垄断、国资改革等等。

第二部分是与政治有关的改革，主要包括这两年一直在推进的行政审批权改革、司法改革和2014年启动的财税改革。社会体制改革和新兴消费体系密切相关，也放在这部分分析。

经济改革

利率、汇率和土地制度改革

对于解决中国当下的经济问题，仅仅站在国内的角度看问题显然不够，还要有全球视野和眼光，在全球范围内配置资源来解决中国的问题。而配置全球资源首先要考虑的是汇率因素。中国改革开放30多年来的经济发展，汇率的基本稳定是一个重要的因素。而近年的汇率急速升值也导致了加工贸易受到较大影响。

2014年，人民币两度出现明显下跌，引起市场广泛讨论。而据央行官员的说法，即期汇率（人民币兑美元）的波动区间由1%扩大到2%，从第二季度开始，央行基本上退出了日常外汇市场干预。虽然2015年国际经济形势仍十分不太平，美元加息，日欧继续宽松，但汇率改革的步伐不会停止，汇率的波动区间可能会继续扩大，市场需要做好准备，也许人民币会出现更大的跌幅，央妈不管不问。但是，多大的波动幅度是官方可以接受的范围，目前仍不清晰。

与之密切相关的是资本项开放的问题，虽然国际收支趋于平衡，但全面的开放不会在2015年到来。扩大QFII（合格境外机构投资者）和RQFII（人民币合格境外机构投资者），开通沪港通都是增加了资本项下的流动渠道，但这满足不了市场的需求。2015年，重点需要关注自贸区账户体系可能的创新举措，包括一直在传言中却未落实的个人跨境直接投资。

国际收支的平衡还带来了宏观调控的新问题，因为过去央行为了对冲外汇占款，释放了大量的基础货币。而今，顺差减少之后，外汇占款相应减少，但市场需要更多的流动性。这也许恰好为居高不下的存准降低提供了空间，2015年降低存款准备金可能不止一次。

除汇率形成机制改革外，利率市场化也一直在小步快走，无论同业

大额存单规模扩大，还是存款保险制度推出，都是在为利率市场化做准备。但是庞大的银行利益集团，不可能允许改革很快到来。虽然2014年银行存款在互联网金融、影子银行业务的冲击下已大幅减少，但利差仍是其主要收入。

利率市场化改革另外的难题在于，其改革需要在可控的前提下实现。但是，目前中国的资金价格市场传导机制出现了明显的问题，央行在2014年试图通过既管总量又管结构的“定向调控”来解决部分领域融资难、融资贵的问题，但效果存在争议，因为定向实际上意味着货币政策的另一种不公平。

这种问题的原因之一是，未受监管的各种金融业态在大力发展，其中最大的部分是未计入存贷比的银行非标资产。市场资金价格由各种因素影响，如果银行自己都实行两本账、两个价格，其中一个接近市场价格，却无法被监管、测量，这是相当危险的事。改革的方法有些类似于对地方政府债的管理，开明渠堵暗道，将非标资产纳入正规体系管理，将地方债纳入正式的债券市场。同样，健全同业拆借市场利率形成机制也是在为利率市场化做准备。如果要继续推进这项改革，货币的相对宽松不可避免。

与利率和汇率市场化密切相关的是投融资体制的改革。2014年宏观调控的主线条除了加大棚户区改造、铁路和水利工程投资外，就是千方百计吸引民间投资。2015年，既要关注为稳增长发改系统储备的工具箱，又要关注各类促进民间投资的各类金融创新手法。

除利率和汇率问题外，另外一个重要的问题是土地制度改革。土地制度的改革不会在2015年全面展开，因为试点才刚刚推出。但是改革的方向很明确，国际市场的粮食价格很低，内外价差很大，背后是农业劳动生产率的差异，因而要求扩大规模、增加投入，提高农业的竞争力。这要求土地更多地被集中使用。工商资本下乡由过去处于无监管的混乱和总体抑制政策，转变为在有监管条件下的允许，但不会大力推动。土

地流转和规模经营、农业现代化和城镇化，如果改革节奏、力度把握适当，这场改革会有一石三鸟的功效。

2014年的全国土地出让收入数据尚未公布，目前情况不明，但一线城市肯定不会低。2015年房地产投资会继续下滑，土地市场不会火爆。但即使如此，公共财政也需要更多地从土地出让金中获得收入，纳入统一监管的轨道。当然，改革需要一段过程，2015年不可能完成。

经济低迷、大宗商品价格暴跌，近几年均实行了较为稳健的货币政策，因此2015年的CPI很难走高，这既为货币宽松创造了条件，也为各种久拖不决的价格改革创造了条件。

基本市场体制改革

在基本市场体制改革方面，首先是国资改革。虽然这项改革在2014年各地纷纷出台地方改革意见，国资委也选择了部分央企试点，“混合所有制”这个模糊的概念被热炒。但目前从国资委官员讲话透露的信息来看，2015年的国资力度会相当大。这对推动民间投资、增强经济发展的活力大大有利。除国资外，涉及外资相关的法律，在负面清单和国民待遇的统领下，相关的三资企业法可能也会得到修订，以推动进一步的开放，维持FDI的稳定。

涉及企业兼并、重组、反垄断和破产的相关法律制度，2014年的加强监管执法属于个案方面的，但中国经济真的去杠杆，必须要经历一场庞大的重组、兼并过程。2015年，在这方面或会有更大的动作。

取消和下放行政审批是2013年和2014年政府改革的核心事项之一，但中国经济转型所需要的审批权改革，可能不是仅仅按数量来减少，而是要划分清晰的界限，用负面清单的模式，一扫彻底。除关注上海自贸区进一步缩减的负面清单外，2015年还需要关注中央政府在这方面更激烈的动作——负面清单、权力清单和责任清单。

为了解决2014年一直未能处理好的企业融资成本问题，2015年在债券市场的建设和监管、股市的注册制、民营银行的设立等方面，可能都会有进一步的动作，以增强金融服务于实体经济的能力、改善企业的融资环境。

养老金并轨改革的消息也在2014年底得以释放，但改革肯定不会在2015年实现，不过公务员工资的调整不出意外的话应该会到来。

对外部而言，除“一带一路”等区域整合战略外，更应紧密关注中国和其他国家自贸区谈判的进展，其中包括和美国的投资保护协定、ITA协定，中日韩，中国和海合会、以色列、东盟10+6等各类自贸区的谈判，这些谈判不一定马上达成协议，但2015年肯定会开启很多双边的自贸区谈判。中国也由出口导向型的政策变为进口鼓励型，与此相关的一系列政策在2015年还会加速出台。

创新驱动战略

2014年从深改组会议到国务院常务会议，创新驱动战略一直贯穿始终，以科研项目和资金管理、科技成果使用处置和收益等方面的改革正在展开。虽然科技体制改革不会马上带来促进增长的成效，但效果会在更长远的未来释放出来。2015年，科技领域的改革还会加速，可能会有进一步的促进创新驱动的政策出台。一些领军型的重大科技项目也值得关注。

其他改革

首先要关注的是司法改革。正如上一年度所预测的，核心的改革目前仍未全国铺开，而是在局部地区试点。核心难题仍然是人财物的统一管理问题，这不仅仅涉及《法院组织法》、《检察院组织法》的修改，更涉及许多人的切身利益，省级统筹的工资水平也会发生改变，富城并入穷省难度很大。但是，2015年新增了一个难题，即员额制，一般来说

法官、检察官占比不低于33%，剩余的均为司法辅助人员和行政管理人员。从目前的进展看来，在改革的细节上，2015年或还会进行一些调整，但改革推进无疑问。2015年这项改革如果能在全国推广，速度就不算慢。

党的十八届四中全会通过了全面依法治国的决定，这是和党的三中全会文件并列的重要文件，除司法改革外，涉及的问题更为深远，其中提及立法、依法行政、司法不公等诸多方面的问题。但是要改革，可能要动权力结构，要真正建立监督体系。在一些具体的方面，要关注《立法法》修订及在保障机会公平、国家安全、互联网领域的立法，全国人大及常委会在法律审查方面的工作，行政综合执法方面的改革等。

财税改革同样可能是2015年的改革重头戏。2014年底，从《预算法》的修订开始，启动了一轮地方债的改革。近年来地方债务的各种小风险不断，从云南城投债停止付息风波，到2014年山西一款短融券出现兑付危机，地方债成为中国政府畸形膨胀的肿瘤。

改革先要切除肿瘤，这可能会进一步限制地方政府的融资能力，并加剧经济下滑。但改革势在必行，2015年的财税改革应会在更高的视野层面讨论或者初步启动，比如央地之间事权的划分。这些涉及重大体制机制变革的事项，都不可能在一年内完成，而可能需要更长的历史周期考察。其影响及具体的走向，也需要在2015年的月度政经分析中密切关注。

中国政治运作的核心在执政党，而目前为数不多的党内规章确实对于内部监督、内部管理远远不够。在反腐之外，2015年党内的制度建设同样值得关注。其中包括中央政治局、常委会内部的运作规章，和地方党委常委的运行规则细则等等。

在社会领域，笔者维持上个年度对此领域的评价，认识仍远远不够，达不到经济体制改革的水准，但改革的急迫性却一点也不亚于经济

改革。社会体制改革主要是放开公共服务，平等对待国办公共服务单位——事业单位和民营机构。

民众新的消费需求很多来自公共服务行业，无论是政府提供的，还是事业单位，如医院、教育等各领域。这些垄断领域如果能打破国有民办的差异，让民办机构享受同等待遇，不仅能拉动经济增长，还能促进社会和谐。

改革引领经济新常态

澳新银行大中华区首席经济学家

刘利刚[注]

中国在过去数年中保持了较低的通胀水平，处于一个“去通胀化”过程，CPI已经回落至金融危机以来的最低点，同时PPI也出现了将近三年的持续负增长。目前中国经济去杠杆渐渐进入尾声，为经济转型奠定了良好的基础。同时中国政府也开始布局未来经济发展，能容忍更低但更加具有可持续性的经济增长速度，各项改革将成为2015年的重头戏。

金融改革仍将成为引领整体改革的急先锋，利率市场化改革目前已经逐步进入中段，但如何给予金融机构更大的定价自由度，核心仍然在于信用风险的定价。而国有企业改革将是2015年值得关注的重头戏，这其中核心的问题在于，政府将逐步从一些非战略性行业和竞争相对充分的行业中退出，从而推动国有企业的整体活力。

我们将2015年经济增长的预测下调至7.0%，中国将容忍经济进一步放缓来推动结构改革；我们预测中国2015年的CPI将增长2.5%，略高于2014年大约2.0%的水平，但总体来看中国的通胀水平将保持在相对温和的水平；从货币政策来看，总体宽松以及定向发力的思路已经形成，但在政策的选择上仍然存在着相当的不确定性。整体来看，货币政策可调整的空间仍然是有限的；政府在来年仍将通过多种政策尽力保持房地产市场的稳定发展，这其中的关键因素是政府希望经济稳步转型。

尽管外需增长强劲，中国第三季度经济增长放缓至7.3%，这也是2009年第一季度以来的最低水平。这主要是由于房地产市场放缓所引

起，2014年前三个季度中国房地产投资下跌了12.5%，显著低于2013年19.8%的增长。由于房地产投资占到中国固定资产投资的25%，房地产市场的疲弱显著拖累了中国经济增长。在各个行业中，以钢铁、水泥和玻璃为代表的重工业以及建筑设备生产企业，受到房地产市场放缓的影响最大。事实上，发电量增长和工业增加值增长之间的差异在2014年第二季度开始拉大，这意味着能源密集型行业持续疲弱。中国的PPI也连续32个月保持负增长，进一步显示中国的内需，尤其是与投资相关的需求出现了明显的放缓迹象。

此外，影子银行系统的去杠杆化对房地产市场和大宗商品相关行业造成了较大打击。由于政府打击影子银行，从2014年初开始，商业银行的表外融资活动开始下降。计算显示，银行的表外融资在社会融资总额中所占的比重在前三个季度下降了超过20个百分点。

从这些方面来看，中国经济在2014年的放缓很大程度上是政策引导的结果，这其中涉及中国政府对于经济发展模式的考量以及检讨。从经济和金融指标来看，中国经济出现明显的效率下降问题，这主要体现在M2增速保持高位运行状况下，整体经济增速和活力出现下滑。另一方面，很多指标也表明，中国企业的负债率从2008年开始出现显著上升。按照中国社科院的计算，中国非金融企业的资产负债率在本轮金融危机后上升了大约10个百分点，并开始逼近70%的水平。这表明企业的赢利能力出现明显下滑，经济出现了内在调整的必要。此外，在过去的10年中，社会全要素生产率（TFP）对整体经济的贡献出现下降趋势。中国央行最近的一项研究表明，从全要素生产率对经济增长贡献的变化趋势看，1978~1992年间我国全要素生产率对经济增长的贡献起伏较大，1994~2000年间则呈现出逐年下降趋势，直至2001年起开始稳步上升，2008年后快速回落。这表明中国在创新和教育上的投入并不足够，同时企业在提高劳动生产率方面也存在着懈怠。

未来10年中国经济发轫点

中国经济去杠杆渐渐进入尾声，为经济转型奠定了良好的基础。同时中国政府也开始布局未来经济发展，习近平主席在APEC会议上对于中国经济新常态的表述可以被认为是中国未来10年经济发展的发轫点。

在这次被认为是中国领导人首次系统性阐述新常态的讲话中，习近平表示中国经济目前的各项主要指标都处于合理区间。同时新常态包括以下几个特点：速度，从高速增长转为中高速增长；结构，经济结构不断优化升级；动力，从要素驱动、投资驱动转向创新驱动。

与此同时，尽管经济增速放缓，但对于中国来说新常态将给中国带来新的发展机遇，这包括：

——经济增速虽然放缓，实际增量依然可观。习近平说，即使是7%左右的增长，无论是速度还是体量在全球也是名列前茅的。

——经济增长更趋平稳，增长动力更为多元。习近平说，以目前确定的战略和所拥有的政策储备，我们有信心、有能力应对各种可能出现的风险。我们正在协同推进新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化，这有利于化解各种“成长的烦恼”。中国经济更多依赖国内消费需求拉动，避免依赖出口的外部风险。

——经济结构优化升级，发展前景更加稳定。习近平以前三季度消费对经济增长的贡献率超过投资、服务业增加值占比超过第二产业、高新技术产业和装备制造业增速高于工业平均增速、单位GDP能耗下降等数据指出，中国经济结构“质量更好，结构更优”。

——政府大力简政放权，市场活力进一步释放。

总体来看，中国政府开始容忍更低但更加具有可持续性的经济增长

速度，这也表明各项改革将成为2015年的重头戏。

“去通胀化”的重要政策意义

中国在过去数年保持了较低的通胀水平，CPI已经回落至金融危机以来的最低点，同时PPI也出现了将近三年的持续负增长，这样的一个过程在笔者看来是一个所谓的“去通胀化”过程。对于未来的经济发展来说，“去通胀化”将具有重要的政策意义，也为改革留出了更大的空间。

第一，未来一段时间内，中国的货币政策将存在显著的宽松空间。需要指出的是，这样的一个宽松与上一轮周期中的若干轮货币政策宽松存在重大的不同。其中最核心的区别在于，以往的宽松是为了防止经济下滑，而在“去杠杆化”完成之后的货币政策宽松，将意味着中国为培养下一轮的经济增长点开始发力。从这个角度来说，货币政策宽松最大的可能性仍然是定向宽松。同时财政政策也将保持积极，由于通胀压力较小，财政政策受到的掣肘较少，这也有利于财政计划的执行更加着眼于长期经济发展。

第二，通胀处于低位将有利于中国尽快推进要素价格的市场化改革。要素价格市场化改革对于中国经济来说，是一个一直想推却始终未能完成的重要改革。要素价格市场化改革的核心在于，增强整体经济效率以及降低经济面临的“看不见的成本”——正是因为价格不市场化、价格形成机制不透明，导致了大量的寻租行为，反而加强了整体经济的摩擦成本。推动要素价格市场化改革的核心就在于将定价权交给市场，在更加透明的价格体系下，政府部门的话语权将显著减少，这也符合党的十八届三中全会提出的市场化导向的战略转型。

第三，考虑到中国的“去通胀化”在很大程度上是因为国内过剩产能突出等问题造成的，中国也需要依赖海外市场来消化这部分产能，从而

解决国内市场的过度竞争问题。从这个角度来说，习近平主席近期提出的“一带一路”战略，以及中国推动建立亚洲基础设施投资银行，都意味着中国将进一步向海外市场输出产能，在帮助相对落后地区推动经济发展的同时，也帮助中国企业开拓海外市场。

房地产市场：政策正常化导向

尽管本轮经济下行的最大驱动力来自于房地产市场的疲软，但笔者认为中国官方在来年将通过多种政策尽力保持房地产市场的稳定发展。其中的关键因素是政策上，官方希望经济稳步转型。因此，在传统模式中具有支柱地位的房地产市场一旦崩塌，带来的将是经济硬着陆，更不用谈转型。

从房地产市场的发展来看，“政策正常化”将是未来一段时间政策的导向。首先中国绝大多数城市已经取消了限购等举措，同时央行也放宽了对于首套房贷款的认定。接下来就是降低目前二手房市场畸高的税负，同时引入更加长效的房产税等举措。

房地产市场的稳定发展对于降低中国经济的下行风险有着重要的意义，这是因为房地产市场涉及大量的债务问题，房地产市场一旦硬着陆，将严重恶化中国的整体金融风险。按照银监会的相关要求，房地产类相关贷款不得超过贷款余额的20%，即使按此计算，房地产相关贷款也将超过15万亿元，更不用谈与房地产存在千丝万缕联系的存量已达数十万亿的信托行业。此外，地方政府的现有债务也需要一定规模的土地出让收入来偿还。总体来看，房地产业的高速发展已经成为过去时，未来将进入相对低速的发展阶段。

金融改革：引领改革的急先锋

金融改革仍将成为引领整体改革的急先锋。利率市场化改革目前已经逐步进入中段，但如何给予金融机构更大的定价自由度，核心仍然在于信用风险的定价。从目前的状况来看，金融机构普遍存在着国企信用风险定价过低，但民营企业信用风险定价过高的问题。在这样的状况下，推进的利率市场化仍然是不完全的。但如果地方政府仍然对于国有企业过度保护，那么金融机构的市场化定价体系将难以推进。此外，中国还应该推进本土的信用评级体系的建设，以帮助未来的金融市场化建设。

债券和股票市场的发展将成为新一轮金融改革的重要载体。债券市场的建设不仅有利于形成更加完善的利率形成机制，同时对于缓解地方政府债务带来的压力来说也至关重要。在《预算法》修改后，地方政府被允许通过更加长期的债券市场来逐步取代目前的大量短期银行债务，同时也被要求实施全口径预算管理，这对于解决地方政府债务来说是一个重要且有意义的步骤。允许地方政府发债能够缓解市场对于债务问题的忧虑，同时更加重要的是，《预算法》的修改表明，中央政府在一定程度上认可地方债务的累积存在着各种各样的历史原因，不宜采取一刀切的完全禁止的方式来处理。反而中央政府采取了更加灵活的方式，承认债务的同时也要求将相关支出纳入预算，这种方式事实上有利于逐步降低地方政府债务问题可能带来的风险。同时债券和股票市场的发展则意味着中国将鼓励资信更好的企业到资本市场融资，这样一来商业银行将更有意愿服务于中小企业。

资本账户仍将保持逐步开放，刚刚起步的沪港通也将推进中国资本账户开放进程。总体来看，沪港通的相关制度安排表明，中国对于资本账户开放的态度仍然是“谨慎积极推进”。但沪港通安排下，内地资金是否更加青睐市场机制更加完善的香港市场，这会否会带来一定规模的资本流出因而对于内地市场带来压力，值得未来关注。

国企改革：2015年的重头戏

国有企业改革将是2015年值得关注的重头戏，核心问题在于政府将逐步从一些非战略性行业和竞争相对充分的行业中退出，从而推动国有企业的整体活力。财政部公布的全国国有企业的总体规模显示，目前中央企业的规模与地方国企的规模相当，但地方国有企业的平均规模却远远小于央企。2013年全国独立核算的国有法人企业15.5万户，同比增长5.8%。其中，中央企业5.2万户，同比增长7.2%；地方国有企业10.4万户，同比增长5.1%。数据显示，国有企业的平均资产总量为6.7亿元，而民营企业的平均资产总量大约为1 800万元，这也在很大程度上体现出国有企业与民营企业在体量上的巨大差距。

当然，与资产总量相比，国有企业的负债状况更应该引起关注。数据显示，全国国企负债总额67.1万亿元，同比增长16.7%，中央与地方基本持平。其中，中央企业32万亿元，同比增长13.1%；地方国企35.1万亿元，同比增长20.1%。从这些数据来看，国有企业的负债增速超出资产增速，同时地方国企的负债增速快于央企，这与近些年来地方政府负债相对较快增长的状况形成了相互印证的关系。

同时总体来看，中国国有企业的负债比率较高，赢利能力不强。从资产负债比率来看，国有企业的负债率大约为65%，这在一定程度上已经超出了60%的警戒线，表明负债问题将在未来一段时间内限制国有企业的成长。2013年全国国企净利润1.9万亿元，与此对应，中国国企的资产收益率只有1.8%，这甚至远远低于同期银行存款利率。

从这种现状来看，各地正在推进的混合所有制改革事实上是减少政府在地方国企当中的股权比例，通过更加合理的薪酬制度和激励制度将这些企业推向市场，从而降低地方政府的负担，并改善地方政府的财政收入。

在国企改革之外，2015年另一项关键的改革举措将在户籍领域展开，这也是关系到推进城镇化改革的重要举措。中央政府已经明确户籍制度改革的几个原则，但其中的关键举措仍然在于如何实现城市新居民的各项公共保障；在农村领域，改革仍将围绕土地展开，但改革并不会触及目前的城乡二元土地制度，而是在于为土地和宅基地确权，以保障农民的合法权益，同时为土地流转打基础，从而增加农民的收入。

货币政策：总体宽松与定向发力

从货币政策来看，总体宽松以及定向发力的思路已经形成，但在政策的选择上仍然存在着相当的不确定性。首先值得思考的是，中国为2015年将确定怎样的广义货币M2增速。如果中国将2015年的经济增长目标下调至7%，CPI通胀控制目标保持在3.5%，那么2015年的M2增速则可能下调至12%左右，低于2014年1个百分点。这看似又是一个相对紧缩的状况，并可能影响市场预期。因此，如何为货币增速定下目标将考验决策层的智慧。

但与此同时，中国央行仍将面临降低实体经济融资成本的压力。从目前的状况来看，去杠杆带来了通胀下行，也降低了传统投资领域对于资金的需求，这带来了银行间市场的流动性充裕。目前来看，国债收益率已经下降至数年以来的最低点，但与此同时，实体经济面临的融资成本却仍然徘徊在高位。央行2014年第三季度货币政策执行报告表明，商业银行对企业的加权平均融资成本仍然在7%左右的位置上。这个水平与2014年初相比仅有大约20个基点的下滑，货币政策执行中仍然存在着较多的结构性障碍。固然信用风险上升是这种“窘境”出现的最重要原因，但这也对央行的货币政策造成了压力。

传统上来看，降低融资成本最直接的手段仍然是降低政策利率以及降低存款准备金率，但在利率市场化大背景下，央行一旦选择直接干预

存贷款利率，可能陷入新的政策陷阱。另一个需要关注的问题是，在货币增量保持在一定水平上的大框架下，以及贷款利率完全取消管制状况下，通过降息能否真正引导融资成本下行也将存在着疑问。比如央行曾经在2012年两次降息，但整体来看市场利率在此后反而出现了上行，这表明在没有“量”的状况下，推动“价”的变动央行没有十足的把握。

整体来看，货币政策可调整的空间仍然是有限的，央行在过去几个季度不断推出所谓的创新性政策工具，在一定程度上也表明政策上受到了更多的掣肘。

需要关注的另一个问题是，央行开始大幅度退出对外汇市场的干预，这也导致央行手中的外汇占款出现了“不增长”的局面，这种状况对于货币政策来说也意味着重大变化。在过去的10年中，央行通过大幅度的外汇市场干预向市场注入人民币，这成为中国创造流动性的来源。而一旦央行退出外汇干预，那么就需要通过其他方式来向市场注入流动性。从2014年第二、三季度的经验来看，央行选择的工具包括SLF、PSL以及MLF，这些举措的效果其实与降低存款准备金率的效果相同，只是在期限上更加灵活，同时央行有重新定价的权力。通过这样的方式来完成货币创造，其实是对于过去10年货币政策执行的重大转变，在这种转变中，央行也面临着如何在未来选择政策工具的不确定性。

我们将2015年经济增长的预测下调至7.0%，也相信中国政府2015年将下调经济增长的目标至7.0%，中国将容忍经济进一步放缓来推动结构改革。更重要的是，新增城镇就业人口持续增加，在2014年前9个月就已达到全年1 000万新增就业人口的目标，这也将给政府更大的政策空间，在第12个五年规划的最后一年（2015年）推进经济结构的再平衡。数据还显示，从2011年至2014年9月，实际新增就业人口超过4 500万，也已经达到“十二五”规划所设定的目标。从季度性走势来看，我们认为上半年中国经济将增长7.2%左右，下半年则逐步下滑至6.8%左右的水平。

我们预测中国2015年的CPI将增长2.5%，略高于2014年大约2.0%的水平，但总体来看，中国的通胀水平将保持在相对温和的水平。而货币政策上，央行最可能的政策选择仍然是通过创新性金融工具来为市场注入流动性，同时将通过动态存款准备金率调整的方式来传导宽松货币政策，从而引导利率下行。我们认为央行在2015年至少需要降准100个基点（或相当于其规模的其他流动性工具）来保持流动性的宽松状况；在传统商业银行领域之外，资本市场包括股票和债券市场、离岸市场包括自贸区等市场，其作用也将被强调来引导大型企业减少对商业银行体系的依赖，从而鼓励商业银行更多服务于中小企业，来达到降低融资成本的政策目的。

---

1. 作者与澳新银行中国经济学家周浩联合撰文。

迈向新常态：中国经济进入大转型阶段

国务院发展研究中心资源与环境政策研究所副所长
李佐军

中国正在迈向新常态，经济新常态是一幅由经济增速新常态、经济结构新常态、经济质量新常态、经济发展动力新常态、财富分配新常态、经济制度环境新常态构成的画卷。迈向新常态有一个时间轴，需要经历由旧常态到过渡态再到新常态的过程。迈向新常态的过程，也是中国经济大转型的过程。

中国经济进入“增长速度换挡期”

中国经济是否已进入“增长速度换挡期”？若单从过去30多年GDP增速数据变化规律来看，目前还难以做出断然的结论。

回顾改革开放30多年来的增长历程，经济一直在波动中前行，表现如下：GDP增速从1980年的7.8%，下降到1981年的5.2%，再上升到1984年的15.2%，再下降到1986年的8.8%，再上升到1987年的11.6%，再下降到1990年的3.8%，再上升到1992年的14.2%，再下降到1999年的7.1%，再上升到2007年的14.2%，再下降到2009年的9.2%，再上升到2010年的10.4%，再下降到2013年的7.7%。不难看出，1980年以来，中国经济已经历过6次下降。

从下降的时间长度来看，2010年以来的这次下降已持续3年，远比不上1992~1999年那次持续7年的下降，1987~1990年那次下降也持续了3

年；从下降的幅度来看，2010年以来的这次下降幅度仅2.7个百分点，1992~1999年下降幅度达7.1个百分点，1987~1990年下降幅度高达7.8个百分点。可见，这次下降持续时间并非最长，下降幅度并非最大。

但是，若考虑到这次下降还在进行中，还考虑到2010年的高点是由刺激政策刺激出来的，再往前的高点是2007年的14.2%，若从2007年那次高点算下来，剔除2010年的特殊情况，则这次下降也持续了5年以上。再考虑到以下几个方面的原因，则做出中国经济已进入增长速度换挡期的判断，是有较充分依据的。

首先，从国际经验来看，中国已进入增速换挡的敏感期。据刘世锦等人的研究，成功转型的经济体经过高速增长以后均会出现增速回落。“像日本、韩国等成功转型的经济体在经历二三十年的高速增长以后，人均GDP达到11 000国际元（购买力平价指标），无一例外出现了增长速度的回落，降幅是30%~40%。

中国按照相同口径计算人均收入，在2013年也会达到1万国际元左右，这在逻辑上已经非常接近一个增长速度转折的时点。“最近两年是增长的转换期，潜在增长率大概是在7%至8%之间，最终可能会稳定在6%至7%之间”。同时，拉美国家和类拉美东南亚国家、前苏联和东欧国家，以及欧洲的德国、法国、意大利、西班牙诸国，都在不同的历史阶段经历过明显的经济增速下台阶过程。

其次，从经济增长的需求侧动力来看，出口、投资和消费“三驾马车”面临越来越多新的约束。在国际经济危机、人民币汇率多年升值等因素的影响下，中国出口已由原来的年增长20%左右下降到年增长8%左右。由于产能过剩还需要时间消化，要素成本还将上升，发达国家对低附加值产品需求增速下降等，今后的出口再回到以前那种高速增长的局面已非常困难。

制造业投资受产能过剩和投资利润率偏低制约，房地产投资受空置

房较多和房价下行压力加大制约，基础设施投资受土地财政式微、地方债务风险加大、新干部考核制度制约，总之投资增速也难以回复到以前动辄增长20%以上的状态。消费则是一个相对稳定的变量，也受制于收入分配制度和福利保障制度等改革的推进情况。

再次，从经济增长的供给侧动力来看，制度变革、结构优化、要素升级“三大发动机”虽空间很大，但也难以支撑过去30多年那样的高增长了。改革开放还有较大的红利，但容易改的已改得差不多了，留下的都是难啃的硬骨头，今后改革的阻力和难度不可小视。工业化开始进入重化工业阶段后半场，城镇化已进入加速阶段的下半阶段，粗放大发展的时期已经过去，在提高质量阶段难以释放出以前那么多的结构生产力了。

国家统计局数据显示，2012年我国15~59岁劳动年龄人口开始出现绝对下降，比上年减少345万。蔡昉等人认为，这意味着我国人口红利消失的拐点已在2012年出现。同时，资源环境约束不断加大，持续大范围雾霾的施虐意味着环境承受力已接近临界点，在不得不向污染宣战的新形势下，粗放式高增长会受到很大的制约。

另外，中国经济增长基数已较大，面临日益激烈的国际竞争。自中国经济总量超过日本成为世界第二大经济体以来，国际环境有所恶化，针对中国的贸易保护主义和反商品倾销等此起彼伏，这种情况今后还可能持续。这也制约着今后中国经济的高速增长。

中国经济进入“结构调整阵痛期”

改革开放30多年来的改革发展一直伴随着结构调整，也一直伴随着不同程度的结构调整阵痛，但为何目前处于“结构调整阵痛期”？这主要是因为目前的结构调整阵痛尤为显著而有特色，表现在以下几个方面。

第一，多种结构调整阵痛相交织。与以前历次结构调整有所不同，本次结构调整表现为六个方面结构调整交织进行。产业结构调整中产能过剩产业、低附加值产业等面临被压缩和淘汰的阵痛；区域结构调整中区位条件差、人口聚集能力低的地区面临“空心化”和“边缘化”阵痛；增长动力结构调整中出口和投资依赖部门面临地位下降阵痛；财富分配结构调整中层级较高政府、垄断特权行业、特权阶层面临财富或收入占比下降阵痛；要素投入结构调整中初级资源部门、无技能人员面临机会减少阵痛；排放结构调整中高消耗、高污染、高排放“三高”行业和企业面临严厉管制阵痛。

第二，与过剩经济相交织。20世纪80年代初、80年代后期和1993~1999年的几次经济结构调整都是在经济短缺条件下进行的，可以通过发展生产力等途径较好解决，造成的经济震荡较小。但新世纪以来，中国经济已由短缺经济变为过剩经济，特别是加入WTO以来变成了面向全球市场的过剩经济，产能过剩问题日益突出，2008年以来的反危机措施又进一步加剧了产能过剩。在过剩经济条件下进行结构调整需要“伤筋动骨”，触动存量利益结构，带来经济较大的震荡。

第三，与增长速度换挡期相交织。过去几次结构调整都是在经济“周期性下降”（下降后还会反弹至原来的高度）情况下进行的，随着经济周期性恢复，结构调整阵痛较快消失。但本次结构调整是在经济“趋势性下降”（下降后难以反弹到原来的高度）情况下进行的，即伴随着经济增长速度的换挡，由此导致结构调整阵痛程度较深、持续时间较长。

第四，与前期刺激政策消化期相交织。以前的结构调整没有伴随经济刺激政策后果的消化，因而结构调整的复杂程度较低。但本次结构调整需要消化2008年以来强有力刺激政策的后果，因此结构调整的复杂程度较高。复杂性主要体现在：需要在经济泡沫较多、财政金融风险较大，又要严守不发生区域性系统性金融风险底线的条件下进行结构调

整。

第五，与“中等收入陷阱”敏感期相交织。以前在进行结构调整时，中国尚未进入“中等收入陷阱”敏感期，因而社会对结构调整阵痛的敏感度较低。但本次结构调整是在中国已进入“中等收入陷阱”敏感期进行的，社会对结构调整阵痛的敏感度很高，稍有不慎可能引发社会问题。

本次“结构调整阵痛期”的结构调整将带来以下阵痛。

第一，部分企业将遭淘汰。在经济面临下行压力、“高成本时代”悄然到来、转型升级压力加大、国际环境发生变化、资源环境约束加大的新形势下，部分产能过剩行业企业、生产低附加值产品企业（包括低附加值出口导向型企业）、“三高行业”企业等将遭遇被淘汰的命运。

第二，部分地区将陷困境。如资源枯竭型城市将随着资源的枯竭、资源（如煤炭、石油、天然气、铁矿石等）价格的下滑、人口和人才的流失而陷入困境。区位条件差、交通落后、产业基础差、没有特色资源的部分农村，将随着农村人口的城镇化而陷入“空心化”、“边缘化”境地。部分区位条件较差、产业不配套、人气不够、“三高产业”比重高的园区，将随着土地财政的式微、房价的波动、融资成本的上升、节能减排力度的加大而陷入困境。

第三，部分低技能人员失业。随着工业化、经济服务化、产业高端化的推进，那些传统行业（如传统农业、城市的非正式行业等）的无技能、低技能人员，特别是不掌握基本信息技能、年龄偏大的人员，将被新形势淘汰，失去工作岗位。

第四，部分政府部门减权。随着经济增长主要由需求侧出口、投资和消费“三驾马车”拉动向更多地由供给侧制度变革、结构优化、要素升级“三大发动机”拉动转变，随着党的十八届三中全会所定改革任务的逐步落实，随着政府职能的转变、行政审批制度的改革和干部考核导向的

变化，部分原来比较滋润的经济管理部门或者面临减权，或者面临裁撤，或者必须转向。

第五，财政金融风险凸显。在结构调整过程中，随着上述部分企业遭淘汰、部分行业调整、部分地方陷困境或“空心化”，必然会减少部分财政收入来源、增加财政支出负担、增加地方政府债务负担，即加大财政金融风险。若经济同时面临下行压力，则风险更大。

中国进入“中等收入转型升级陷阱”敏感期

“中等收入转型升级陷阱”的核心含义是，在中等收入水平阶段主要面临的是转型升级陷阱，在特定制度和国际环境下，因转型不好、升级不上，而陷入经济长期停滞状态。从历史经验来看，陷阱并不表现为一个国家经济倒退而“绝对陷下去”，而往往表现为在某些阶段该上台阶而上不去，但其他国家上去了而显得“相对陷下去”，因此，与其说是面临“陷阱”，不如说是面临越不过的“坎”，或上不去的“台阶”。

在低收入水平阶段，许多国家面临的最关键的“坎”是“马尔萨斯陷阱”。马尔萨斯认为，人口按几何级数增长，而生存资料仅按算术级数增长，除非通过技术进步、对外贸易甚至殖民开拓等大幅增加生存资料，否则多增加的人口就要以战争、饥荒和瘟疫等方式被消灭掉。

纳尔逊（R. R. Nelson）的“低水平均衡陷阱”理论是以马尔萨斯理论为基础的，认为发展中国家人口的过快增长是阻碍人均收入迅速提高的“陷阱”，必须进行大规模的资本投资，使投资和产出的增长超过人口的增长，才能冲出“陷阱”，实现人均收入的大幅度提高和经济增长。在低收入水平阶段向中等收入水平阶段过渡的阶段，也就是农业文明时期向工业文明时期转变的阶段，也容易出现因传统观念和封建制度障碍太大，而不能顺利越“坎”的陷阱，中国封建社会持续数千年以致在近代落

后挨打就是例证。

在中等收入水平阶段，许多国家面临的最主要的“坎”就是本文重点讨论的“中等收入转型升级陷阱”。国家进入中等收入水平阶段后，意味着已摆脱了“贫困的恶性循环”，主要任务是向高收入水平阶段进发。但在向高收入水平阶段前进的过程中，随着消费结构升级、工业化和城镇化进入新阶段、资源环境约束加大、要素成本上升、经济增速换挡和国际产业分工地位提高等，经济必须转型升级，主要表现为必须由劳动和资源密集型产业向知识和技术密集型产业转型升级，由低附加值产业向高附加值产业转型升级，由高消耗、高污染、高排放产业向低消耗、低污染、低排放产业转型升级等。而这种转型升级需要具备一系列制度条件、要素条件和国际环境条件，许多国家在这一阶段陷入陷阱，其核心原因是这些条件没有及时跟上。

在高收入水平阶段，一些发达国家同样可能面临长期低迷增长的陷阱。这一阶段的陷阱更多地表现为制度持续创新和技术引领能力不能满足国际竞争的需要。进入高收入水平阶段的国家目前还是少数，进入这一阶段面临的陷阱往往与更先进国家的竞争有关。如曾经十分辉煌的英国由于过度扩张和制度创新速度太慢，而在与美国的竞争中败下阵来，长期陷入低速增长状态。日本在20世纪80年代后由于经济过度泡沫化和技术创新路径选择有误，而在与美国的竞争中败下阵来，陷入持续20多年的低迷增长状态。

中国目前正处于中等收入水平阶段，故我们面临的是“中等收入转型升级陷阱”的挑战。从当前已出现的经济增速下行、国民经济运行效率下降、经济泡沫较严重、内需不足、投资依赖、创新驱动不足、产能过剩、资源环境压力大、要素成本上升、城镇化与工业化不协调、贫富差距大等实际情况来看，中国已进入“中等收入转型升级陷阱”敏感期，虽然还未掉入陷阱，但面临掉入陷阱的危险，对此必须引起高度重视。

中国进入“重化工业阶段下半场”

中国重化工业阶段尚未结束，但“上半场”已基本结束，开始进入到“下半场”，理由如下。

第一，虽然部分重化工业近期遇到了一些困难，但并不意味着重化工业阶段已经结束。主要是因为：中国工业化正处于中期向后期过渡的阶段，2020年后才能基本实现工业化，这一阶段工业化仍以重化工业发展为主要特征；2013年中国城镇化率53.7%，尚处于加速阶段，至加速阶段结束还有近20年，基础设施建设还有很大的空间，城乡居民对住、行、用的需求潜力还很大；许多重化工业企业已形成了较强的市场竞争力，产品打入国际市场，即便是国内市场需求下降，也可凭借竞争优势满足部分国际市场的需求。

第二，资源和劳动密集型重化工业已呈颓势，表明重化工业阶段上半场正在退出。任泽平的研究表明，煤炭、化工、钢铁、有色等重化工行业近年来的销售利润率大幅下滑，明显低于工业企业的平均销售利润率，从国际经验和长期趋势看，这些行业的需求历史峰值已临近。2013年建筑、煤炭、钢铁、电气等的固定资产投资增速明显低于固定资产投资累计同比增速。冶金、电力、煤炭、建材、石油、化工等工业增加值占GDP比重将在2015年前后出现峰值，之后逐步回落。自2012年至2022年，冶金比重从5.6%下降到3%，电力从2.3%下降到1.2%，煤炭从2%下降到1.1%，建材及其他非金属矿制造业从3.2%下降到1.7%，石油从2.9%下降到2.8%，化工从4.1%下降到3.9%。

第三，技术和知识密集型重化工业表现出良好的发展势头，这正是重化工业阶段下半场的典型特征。医药、仪器仪表、运输设备、专用设备等技术含量较高的行业未来需求空间较大，销售利润率呈上升趋势。资本和技术密集型重化工业增加值占GDP比重整体呈上升趋势，大约到2020年前后才趋于稳定。2012年至2022年间，金属制品从1.1%上升到

1.6%，机械制造业从3.1%上升到4.5%，交通运输设备制造业从2%上升到2.8%，电气机械及器材制造业从1.4%上升到2%，电子及通信设备制造业从1.9%上升到2.7%。

第四，2013年第三产业增加值占GDP比重达46.1%，开始超过第二产业比重（43.9%），这也意味着重化工业阶段开始进入新时期。从各国经验来看，重化工业往往与生产性服务业相交融发展，但重化工业阶段上半场和下半场对生产性服务业的依赖程度不同，在上半场依赖资源能源更甚于生产性服务业，在下半场由于技术和知识比重更高，对生产性服务业的依赖度则更高。在重化工业阶段下半场，典型工业化国家普遍都出现过制造业服务化趋势，制造业升级依赖于生产性服务业的推动与融合发展。1970年至2000年间，美国制造业的服务业投入系数就从13.3%上升到22.7%，日本则从10.9%上升到17.9%。

同时，国际经验也表明：以钢铁、冶金、建材为代表的资源和劳动密集型重化工业占制造业比重达到峰值时所对应的人均GDP大致在11 000国际元左右；以金属制品、电器制造、交通运输设备制造等为代表的技术和知识密集型重化工业比重则持续上升，大约在人均GDP达到15 000国际元左右时才趋于稳定。2012年我国人均GDP达到9 136国际元，已接近典型工业化国家钢铁行业比重达到峰值的阶段。当年我国冶金行业比重虽达到5.6%，但较上年下降了0.5个百分点，同时行业面临较大调整压力。

中国进入“城镇化加速阶段后半场”

城镇化加速阶段是城镇化最重要、最显著的阶段，又可分为前半场和后半场。其中，后半场的特征如下：（1）服务业或第三产业占主导地位；（2）经济从高速增长转为中高速增长或中速增长；（3）资源消耗较少；（4）农村富余劳动力较少，城乡收入差距较小；（5）城镇数

量增加较少，城镇规模扩张较慢，城镇化质量日益重要。

根据这些特征进行分析，中国已进入城镇化加速阶段后半场。

第一，三产增加值占GDP比重开始超过二产比重。2013年中国第三产业增加值占GDP比重达到46.1%，首次超过第二产业增加值占GDP比重（43.9%）；2014年一季度第三产业增加值占GDP比重更是达到49%，高出第二产业增加值占比4.1个百分点。三产比重超过二产比重意味着城镇就业吸纳能力更强，有利于推进以农民市民化为内容的人本城镇化。

第二，中国经济正在由高速增长阶段向中高速增长阶段转变。自2011年开始中国经济进入“增长速度换挡期”，开始由过去30多年9.8%左右的年均增长速度转入8%左右的年均增长速度，2011年GDP增速9.2%，2012年7.8%，2013年7.7%，且目前经济还处于下行过程中。经济增速换挡意味着经济规模扩张拉动城镇化的动力减弱，城镇化不得不向品质型城镇化转型。

第三，能源消耗总量增速近年来明显下降，氮氧化物等部分污染物排放总量开始下降。中国能源消耗总量增速自2004年的16.1%，下降到2008年的3.9%（明显受国际经济危机的影响），再反弹到2011年的7%，再下降到2012年3.9%、2013年的3.7%。氮氧化物排放总量从2006年的1 523.8万吨快速增长到2011年的2 404.3万吨，2012年氮氧化物排放总量2 337.8万吨，比2011年下降2.77%，这是有统计数据以来的首次下降。能源消耗总量增速和部分污染物排放总量下降意味着粗放型城镇化正向绿色低碳城镇化转型。

第四，农村富余劳动力减少，城乡收入差距缩小，“刘易斯拐点”趋近。2004年就开始出现了“民工荒”，近几年来，沿海城市和大中城市都开始出现“用工荒”，劳动力工资持续上涨。根据对外来务工人员的调查（主要调查对象为低技术工人），除2009年外，自2003年开始，制造业

工人实际工资每年上涨5%~10%。城乡居民收入差距从2009年的3.33倍，降到2010年的3.23倍，2011年的3.13倍，2012年的3.10倍，2013年的3.03倍。

虽然中国的人口城镇化尚处于加速阶段上，农业劳动生产率与非农产业生产率还有较大差距，城乡居民的收入差距还有3倍左右，目前尚不能得出“刘易斯拐点”已经到来的结论，但近年来农村富余劳动力减少、城乡收入差距缩小、“用工荒”特别是“技工荒”不时出现已是事实，“刘易斯拐点”确是越来越近了。“刘易斯拐点”趋近意味着城镇化必须更加重视城镇的品质。

第五，城市数量增加很少，城镇化质量日益受到重视。中国城市数量从1978年的193个，快速增加到1998年的668个，再逐步减少到2009年的654个，随后缓慢增加到2011年的657个、2012年和2013年的658个。十八大以来，推进新型城镇化成为重要任务，新型城镇化的主要特征是提高城镇化的质量。2014年3月17日发布的《国家新型城镇化规划（2014~2020年）》对提升城镇化质量做了全面规划。因此，城镇化开始由粗放发展阶段进入提升质量的新阶段。

中国处于区域经济一体化快速发展阶段

近年来，中国区域经济一体化快速推进，有如下一些表现和原因。

一是区域产业合作和产业转移越来越多。不同的地区有不同的区位条件和要素禀赋优势，有不同的特色优势产业，面临不同的成本压力，因此开展区域产业合作可以实现共赢。而且，由于一些先发展地区的土地成本、劳动力成本、环保成本快速上升，而后发展地区在这些方面拥有明显的低成本优势，因此国内不同地区之间的产业转移和重组就具有内在的动力。而区域产业合作和产业转移在区域经济一体化框架中可以

更好地实现。

二是人口的跨区域流动日益频繁。由于户籍制度逐步放开，人口流动的制度障碍越来越小，加之不同地区生产生活条件存在差异，人口在不同地区之间的流动日益频繁。2012年就有2.36亿农民工及其随迁家属在城乡之间流动。人口流动不再受行政区划的限制而频繁流动，必然带来生产要素在不同地区之间的流动，这为区域经济一体化提供了动力。

三是环境治理的联防联控日益迫切。中国气象局的数据显示，2013年全国平均雾霾天数为52年来之最，安徽、湖南、湖北、浙江、江苏等13地均创下历史纪录。2013年是北京正式执行新《环境空气质量标准》的第一年，全年空气质量一级优天数41天，二级良天数135天，三级轻度污染天数84天，四级中度污染天数47天，五级重度污染天数45天，六级严重污染天数13天。全年三级轻度污染以上的污染天数占全年总天数的51.8%，超过一半。

持续的大范围雾霾使得大气污染治理迫在眉睫。但雾霾具有流动性，单靠行政区域内画地为牢地进行治理不能解决问题，必须进行区域联防联控。这为推进区域经济一体化提供了巨大的压力，这也正是中央强力推进京津冀一体化的主要原因所在。

四是交通通信的快速发展为区域经济一体化提供了条件。区域经济一体化是需要条件的，其中最重要的条件是交通通信在区域之间的顺畅连接。所幸的是，近年来高铁、高速公路和民航快速发展，以及移动互联网大规模普及和推广，为区域经济一体化提供了强大的支撑。

2013年，我国高铁总营业里程达11 028公里（占全世界高铁总营业里程的一半左右），在建高铁规模达1.2万公里，成为世界上高铁投产运营里程最长、在建规模最大的国家。截至2013年12月31日，全国高速公路通车里程已经超过了10万公里，已经超过了美国的9.2万公里，居世界第一。国家统计局发布的统计公报显示，2013年互联网上网人数

6.18亿人，其中手机上网人数5.0亿人，互联网普及率达到45.8%。

五是政府政策大力支持区域经济一体化。除了最近提出的丝绸之路经济带、21世纪海上丝绸之路、京津冀协同发展区、长江经济带外，还有前30年已经实施的深圳、珠海、厦门、汕头、海南、喀什经济特区等国家级特区，上海浦东、天津滨海、重庆两江、浙江舟山群岛、甘肃兰州、广东南沙、广东珠海横琴等国家级新区，浦东新区、滨海新区、重庆统筹城乡、成都统筹城乡、武汉两型社会建设、长株潭两型社会建设、深圳市、沈阳经济区、山西省国家资源型经济转型、厦门市深化两岸交流合作、黑龙江省现代农业等国家综合配套改革试验区，以及义乌市国际贸易、温州市金融、珠三角金融改革创新、泉州金融等综合改革试验区等，都与区域经济一体化有密切关系。

上述国家级区域都不同程度地得到了国家的政策支持，这也成为区域经济一体化快速推进的重要原因。

制度变革：新常态下发展的硬道理

中国银河证券首席总裁顾问
左小蕾

“主流”分析为何屡判屡错？

有报道称，领导层认为2014年底前经济工作的重点将是推进改革，优先于出台刺激增长措施，并接受了经济增幅可能低于7.5%的目标的现实。我们亟须告别“稳增长”、“保增长”的危机思维，对新常态下经济发展的硬道理重新认识和定位。

中国经济发展已经进入一个新的阶段，但对于伴随新阶段的新常态发展的认知，不少人还一直停留在各种“旧常态”思维范畴，围绕经济增长零点几个百分点的上上下下纠缠了好几年，印钞票“稳增长”的“预期”也一直如影随形。但是我们注意到，2012年以来，中国经济不论是投资、消费、工业增加值等宏观数据，还是反映企业层面形势的PMI综合和分类指标，都呈现出相当平稳的态势，并未像那些几年前就开始纠结零点几个百分点变化分析预期的那样，出现大幅下滑、硬着陆甚至危机式的崩溃。

为什么所谓“主流”分析会屡判屡错？我们认为，有三方面原因。首先是延续了危机的思维方式。危机时期形势变化很快，整体市场非常敏感，所以基本经济数据零点几个百分点的变化很可能携带了经济形势进一步恶化的信息，或者引发心理恐慌，加剧经济的大起大落。但是现在显然不能说是危机状态，零点几个百分点的变化很可能是季节因素、自

然灾害或者一些偶发事件带来的正常波动。如果把正常波动误判为大起大落的危机变化，是根本的方向性错误。其次，是利益导向。危言耸听的形势判断的目的是推动危机刺激政策，最主要的是推动宽松的货币政策出台。流动性的推动是资产价格上涨的最大力量。凡能从资产价格泡沫中获利的行业，都愿意接受“经济硬着陆”、“大幅下滑”和“有下行压力”的形势判断，并且更期待“恐跌”挟持新的刺激政策的出台。年复一年的“崩溃论”符合一些群体的利益，尽管屡判屡错仍然“和声甚高和者不少”。最后，最重要的原因还是对“新常态经济”缺乏最基本的认识。

我们认为，是到了认知纠偏的时候了。不走出对新常态的认识误区，没完没了地在每个月数据的正常波动上做文章，把常态形势当作危机形势，陷主流形势判断与政策预期于短期误判之中，可能错失新的战略机遇期。我们认为，新常态是经济规律的必然，只有尊重规律顺势而为，才能实现新常态下的新发展。

新常态有四大特点

实际上新常态已经进入第三个年头，对新常态的认识需要从三年来新常态显示的新特点开始。我们认为，新常态有四大特点。

第一是新的增长速度。新常态下的经济增长速度，从过去30年起伏幅度较大的平均近两位数的增长，进入了更平稳的一位数增长的时代。2012年以来，我国经济一直保持了7.5%左右的平稳增长。

根据经济学充分就业长期均衡增长的理论，没有大规模失业的增长率是均衡增长率与潜在增长率概念接近并具有一定阶段性的稳定性。三年来伴随7.5%左右的经济增长就业率显示了持续的平稳，我们认为，中国经济目前的合理增长水平应该在7%~8%区间内。只要就业形势没有大幅变化，7.5%还是7.4%、7.3%都是合理的增长水平。随着中国经济

规模的不断扩大和增长结构的不断改变，合理的增长区间会呈现6%~7%、5%~6%的规律性变化。

第二是新的增长条件和环境。“旧常态”下的劳动力成本优势、制造业成本优势和国际贸易比较优势都发生了根本性的改变。

第三是新的思维方式。经济学的理论和一些国家发展的实践过程证明，新常态是发展过程中的必经阶段。领导层近期释放的信号说明，我们正在摆脱危机思维，将从发展规律和经济规律的角度来认识新常态面对的所有变化。

人口老龄化导致劳动力占总人口比例下降，经济增长从高速逐渐放缓，是符合发展规律的变化。法国和许多欧洲国家20世纪80年代初就出现老龄化带来的增速变化，日本20世纪90年代出现明显的增速变化，危机是助降因素，人口因素早已显现。美国在婴儿潮提供的劳动力高峰后也出现刘易斯拐点，韩国也在21世纪初出现同样规律性的变化。中国进入老龄化和劳动力供给减少的阶段，增长速度的改变与发展规律一致。

新常态下的一些变化也符合经济规律。劳动力供给减少工资上升；劳动力比较优势改变和资源约束加剧，劳动密集行业、资源密集行业向技术密集知识密集行业转化；国际贸易达到一定规模以后受国际贸易总量增长的约束，本国贸易增长放缓等，都与经济发展基本规律的变化一致。

符合发展规律和经济规律的变化不存在“好”和“不好”的价值判断，也不存在“愿意”还是“不愿意”的主观臆断，符合经济规律就是合理的、正常的。所以我们认为，“新常态”的变化是趋势性、长期性和不可逆转，科学发展观要求尊重规律。

关于“三期叠加”导致增速放缓的观点与必经阶段的规律性变化的分析是相背离的。按照“规律性变化”的观点，“换挡”不是增速变化的原

因，“换挡”是规律所致，不是主动操作得了的。“换挡”的误导在于，经济增长速度是可以人为控制的，可以让增长慢下来，当然可以让它快上去。转型是新常态下新增长动力需求推动的必然结果，更重要的是生产方式向适合新常态的方向转变，将产生非常积极的正面效应。转型并非是负能量，不应该成为所谓下行的压力。至于刺激政策的调整期的说法也不完全有道理。因为没有刺激政策，按照经济规律增长速度也会发生变化，换句话说，规律性的变化并不因有没有刺激政策而转移。而且危机时期的刺激政策是正确的政策，反而是把危机政策常态化，才是新常态下经济平稳增长的最大风险之一。

“三期叠加”是增速放缓的原因的观点忽略了对经济规律的把握，误认为对新常态的认识是短期的，暂时的，增速变化是可以通过政府的刺激政策“恢复”和“企稳”的。这实际上是危机思维的延续，是政府干预经济的惯性思维，也迎合了GDP挂帅、业绩至上和一些行业利益导向的思维方式，不利于经济按照新常态的基本规律更市场化地发展。

第四是新的发展理念。领导层近期的决定展示了高度尊重规律的科学发展观。“优先改革”的决定是从GDP增长的发展硬道理向经济制度的改革是推动经济可持续增长的硬道理的转换，是“旧常态”发展理念向“新常态”发展理念的转变，也是“稳增长”、“保增长”的危机思路向“常态”思路的转变。“新常态”不是危机时期，刺激政策是危机政策，新常态阶段的发展靠危机政策的常态化来刺激，不但成本极高，后遗症也极大。更重要的是，任何短期的政策调控是不可能改变经济规律的。近期货币工具的不断创新，应该与近期资本流入态势的改变，取代外汇占款的基础货币发行，满足正常经济增长所需要的货币需求增长有关。货币政策是否转向要从年度指标判断，纠结于月度指标小幅变化来判断货币政策的取向是常识性的错误。

新结构调整已经在路上

新常态下的宏观调控要坚持既定的基本原则，宏观调控政策要稳，微观政策要活，社会政策保底，要正视新常态下增长条件和环境的变化，摒弃急功近利的在多次拯救危机时形成的用短期刺激来保增长的危机思维和习惯思维，要通过改革创新、转型升级和结构调整，着力打造新常态下的新比较优势、新的全球竞争力和新的增长动力，这才是推动新常态下的经济稳定持续发展的硬道理。

新常态的第二个特点已经显示，现在与前30年相比，我国的发展条件和环境已经发生根本性的改变。对这个特点的清楚认识，明确地提示我们，新常态需要新发展动力，要从依靠外需转向依靠内需，从高投资转向较高消费和合理投资的内需结构；从以二产为主转向二、三产并进，从低附加值转向较高附加值领域；从劳动密集、资源密集转向技术密集和知识密集行业。只要经济和产业结构积极主动向适应新常态的方向逐渐调整，新常态就是我们经济持续发展的难得的新的战略机遇期。

实际上，新结构调整已经在路上。宏观层面数据显示，2013年我国第三产业占GDP的比重已经历史上第一次超过第二产业。消费占GDP的比重一直超过投资占比，尽管投资一直保持平均19%左右的增长。

收入结构也在发生变化。政府收入增长下降，居民收入持续增长，农民收入增长超过城市居民的收入增长，尽管经济增长率下降，但消费增长稳定，2013年消费总量超过24万亿元。消费结构也在变化。消费增长从生活必需品向高端消费品转变，从物质消费向服务消费增加。

更重要的是，这些结构性的变化不断催生新的业态，新的生产结构。互联网电商、移动通信、物联网、现代物流、大数据分析、个性化消费个性化生产等等，与高科技进步同步的领域正在改变生产方式和生活方式。

与此同时，与过剩产能调整同步的新产业结构正在形成，与高污染能源结构改变同步的新能源结构正在发展。服务业、技术密集产业的发

展，内需消费扩展的不断扩张，新常态下的比较优势也正在变化中。

新的增长动力将在增长方式转型中被释放，新的比较优势将在结构调整中形成，新的发展机遇正向我们扑面而来。

新常态下的发展必须依靠制度性的改革和创新

“优先改革”的决定与党的十八大全面深化改革的决定是完全一致的。新结构转变过程中必然会遭遇制度性障碍，新的增长动力必须突破旧的生产关系束缚，这决定了新常态下的发展必须依靠制度性的改革和创新。新常态倒逼增长方式的转变，倒逼着三次产业和行业结构的调整，倒逼着要素投入的重新组合，倒逼制度性改变，只要进一步加大改革的主动，新的生产力就会在新的制度中释放出来。

消费为主的增长动力正在推动收入分配机制的改革，收入分配机制改革将进一步促进消费增长。

新业态的产生正在推动科技创新机制的改革，创新机制的改革将释放更大的新的生产力。

市场配置资源正在推动国有企业的混合所有制的改革，混合所有制的改革可能大大提高国企、民企的竞争力，提高市场配置资源的效率。

城镇化发展将推动农业生产方式的变革和土地制度的改革，都将突破农业生产率和土地要素的瓶颈，将推动农业现代化迈出更大的步伐。

审批制度改革推动政府职能转移，民营经济将显现更大的活力。

我们必须正视新常态变化带来的新的巨大挑战，不要求稳要求变，顺应规律，向从需求面到供给面的全面转型和结构调整的方向求变，向

适应新常态的新结构、新增长力的制度性改革的方向求变，打造中国经济持续发展的软实力和硬实力，从容迎接新常态的洗礼，争取2020年在新的结构、新的增长方式下跨入中等偏上收入的国家行列。

中长期可持续发展新型驱动力

国家开发银行研究院副院长
黄剑辉

中国改革开放35年，到2013年中国的GDP已经达到56.88万亿人民币，人均GDP6 800美元，按世行标准达到中等发达国家收入标准。展望未来新的35年，我们国家确实像社会各界关注的，增长动力有减弱的态势，如若应对不利，确实有掉入中等收入陷阱的风险，急需构建新的增长战略。

通过系统研究，我国提出以实现中华民族的伟大复兴和人民群众的美好生活作为根本发展目标，而GDP只是其中一个统计数据；提出“新三驾马车”的概念，从实体供给端来推动中国的改革发展，实现农业现代化，制造业、工业、服务业现代化；通过改革形成新的制度供给，来作用于实体经济端，解除生产力发展的各种制约，来提升要素供给，即原来土地、人力资本要素供给的效率，盘活存量。

改革开放以来，谈未来的增长动力先要分析：我们过去改革开放35年是怎么走过来的？原来的动力是什么？这些动力为什么会面临缺失？国际上跨越中等收入陷阱有什么样的经验教训？实现未来增长的空间在什么地方，什么地方可以增长？通过什么样的制度安排，政府如何去着力才能实现空间的释放和增长？

原有的动力是什么？

第一，党的十一届三中全会以来，中国突破了原来计划经济的模式，建立了市场经济的市场体制。第二，通过制度改革促进社会供给的增长，形成了分工明确、门类齐全的现代工业体系，各要素市场得以建立。第三，从需求端看，通过改革开放，居民的收入实现大幅度增长，人均消费支出随之增长，社会保障制度建立，需求端释放了潜在的需求。这是内生方面。外生方面，观察过去35年，中国经历了三个阶段的开放进程：第一阶段1978~1991年，改革外贸体制，放宽外贸经营权；第二阶段1992~2001年，降低进口壁垒，促进贸易自由化；第三阶段，2001年加入WTO以后，中国全面融入全球贸易进程，中国的发展实现了两种资源、两个市场，引入国外的技术、管理、人才，使得要素也变成两种市场、两种资源，很好抓住了经济全球化的产业结构调整契机，实现了对外贸易快速发展。

动力是如何丧失的？

从现在这个时点来看，中国原有动力的缺失有如下原因。

第一，从现阶段来看，要素供给面临短缺，比如劳动力已经面临拐点，资金供给面临下降。虽然现在外汇储备很高，居民储蓄也很高，但是随着人口红利的下降，储蓄增长率有下降的趋势。

第二，受制度的制约，主要要素价格没有实现市场化，非常影响要素的有效配置，比如劳动力方面、资金方面、土地方面。

第三，制度造成的行政垄断，抑制了市场主体的创新动力。

第四，目前的制度也约束内生需求，比如收入分配失衡问题制约居民收入增长，还有养老、教育失衡也造成影响。

第五，外生因素有三点需要关注。首先，2008年以后，国际市场的

需求有所减弱。2008年欧洲透支消费支撑中国30%以上的出口，这种日子一去不复返了。全球提出再平衡，再平衡的情况下，我们难以想象中国的出口怎么可能会回到2007年之前。需求减弱是总体的趋势，美国财政也在紧缩。其次，中国可利用的外资增速下降，2007年之前中国加入WTO以后，美国国际流动的资本增速比较高，金融危机以后资本输出的态势明显减弱，中国可以利用的外资也明显下降。最近有一个很重要的指标，就是2014年中国的资本输出已经超过外资引进，这是标志性的事件。最后，经过改革开放30多年，我们过去模仿式的制造业已经一去不复返，现在中国的产业已经逐渐由中低端到了中高端，进入以自主创新为主的阶段，现在我们很难简单去买技术，特别高端的技术欧美也不会卖给我们，这是转向创新驱动的根本原因。

中等收入陷阱启示录

由于内生、外生两个因素，我们国家正在以巨大的惯性沿着粗放型经济道路发展。过去所谓上行也好下行也好，两位数的增长牺牲资源环境、低质量，一味鼓励消费，没有太大的意义。不应该沿着这种粗放式的轨道靠货币政策的放松简单地把经济又打回到9%、10%，这种政策不能再持续了。但是中国又面临着动力缺失的问题，所以需要很好地应对。观察一下其他国家跨越中等收入陷阱时是怎么做的，有什么样的经验有什么样的教训，对我们未来的发展必然有很多启示。拉美国家比较典型，根本原因是不能依据经济发展的不同阶段和特点及时转变体制，调整经济发展模式。巴西、阿根廷、墨西哥的教训还有几个方面。第一，不同阶段，体制方式必须有所调整。第二，科技发展创新缺乏动力。创新能力不够，产业发展到一定阶段以后上不去，只能停留在这个阶段而且失去竞争力。第三，没有很好平衡政府调控与市场机制之间的关系。第四，制度变革严重滞后。第五，收入分配不公平。

我在《财经》杂志上写过一篇文章，把中等收入陷阱分解成五个小

陷阱分析。第一，制度陷阱，制度不能持续优化改革。第二，社会陷阱，收入分配失衡问题。第三，国际收支失衡陷阱，很多拉美国家的问题都是由于国际收支失衡造成的。第四，技术陷阱，产业无法升级。第五，生态陷阱，中国大面积雾霾、水污染、土地污染，如果不改变，将制约发展。

世界上近百年来只有13个国家突破了中等收入陷阱，它们的经验对我们有相当的启示。

第一，在经济发展的不同阶段及时转变经济发展模式。第二，科技创新提升产业竞争力。第三，要素供给的质和量始终跟上发展的需求，人力资本、自然资源等要素供给的数量指标必须跟上发展的需求。第四，高度重视收入分配问题，促进构建社会保障体系。

中国未来的增长空间有哪些？

分析完它们的经验教训，再看一下中国未来有哪些可以增长的空间。我们从供给端入手而不是从消费、出口、投资分析。从供给端分析，中国经济增长的空间非常巨大。2013年人均GDP6 800美元，到2014年人均GDP达到8 000美元左右。人均GDP只有8 000美元的国家，住房、医疗、教育、生态多个方面其实都是有效供给不足。为什么出现行路难、坐地铁难、上学难、上学贵、住房难，这些“难”背后是什么？有效供给不足，并不是需求不足，没有需求不足的问题。

具体来看，中国有如下增长空间。第一，城镇化发展。现在中国城镇化率只达到53.6%，还有很大的上涨空间。第二，产业结构升级。中国的制造业还是中低端为主，中高端占比比较低，粗放式的制造业有总量缺质量，这有很大的升级空间。第三，基础设施升级空间还很巨大。很多人动辄批评“铁公基”，这是不对的。发达国家的综合交通体系，地

铁、高速路、机场等基础设施较为完善。中国哪怕北京、上海的水平比起发达国家基础设施的水平都差得远，更不要说中国的中西部了。建更多的路，修更多的地铁，增加有效供给这个方向是没有问题的。第四，从服务业来看，2001年加入WTO实现制造业的对外开放，但是当时比较保守，在服务业设立了很多壁垒，不让外资进。为什么国外的医院、大学不能在国内创办更好的医院、更好的大学实现竞争？服务业越不开放质量越低下，服务业的升级有很大的空间。第五，农业现代化。以家庭农场、小农经济为主的农业发展模式离以色列、美国的现代农业还有非常大的空间。第六，环保产业有非常大的空间。很多人拿韩国、中国台湾这些小经济体几十年的增长模式分析中国大陆。实际上，这种分析不合适，因为中国东中西发展差异巨大。像湖北省不要说去学日本、德国，如果能赶上江苏、浙江的水平就不错了。中国是一个什么样的发展空间？区域协调发展有巨大的潜力。消费升级问题，海外投资空间巨大，我们自己外汇储备很巨大，但是使用尚不稳定。

如何使潜在的空间变成美好的现实？要凭借高质量的新制度供给。新供给主要是谈新的制度供给，通过改革来形成新的制度安排，来作用于经济发展的生产力供给端，实现实体经济更好的发展。

通过改革提高全要素生产率

摩根士丹利大中华区首席经济学家
乔虹

中国经济似乎已进入低增长期。在经过1981~2010年30年平均10%的高速增长之后，中国经济在2011~2013年的平均增速降至略高于8%。另外，对实际GDP增长的近距离观察显示，中国经济在过去三年半中已经呈现增速下降的趋势，其中包含数个小周期。我们开始猜想这是否会是一个新常态或者仅仅是转变的开始。

在每次经济小周期里，为防止经济增速继续下滑，政府总是及时出台刺激政策。不过，在宽松政策变得越来越具目的性和新意的同时，它们的持续影响力却在降低。更多人开始猜想这是否预示着中国经济今后将进入一个低速增长期（约为5%~7%）。

我们认为经济增长在结构和周期上都面临下行压力。大多数经济学家有充分理由认为，人口老龄化、资本投资下降和进城农民工数量降低都是中国经济长期增长面临的问题。同时，经济减速和产能过剩、持续的PPI通缩、温和的CPI通胀的明显迹象都像在表明，中国现有经济增长仍然未达长期潜力水平。

因此，越来越多人担忧中国经济正在结构性减速，也担忧中国政府能否安全地指引经济走出这段区域。换句话说，决策者能否保持高的就业率，能否防止大范围通缩，能否保持坏账可控？

实现软着陆的关键是要控制经济总体杠杆水平而又不陷入通缩。因为消费和服务业在推动经济增长中一直扮演着更重要的角色，跟大宗商

品联系紧密的重工业的增速下降和投资增速的放缓看起来没有对劳动力市场产生明显影响。对于PPI通缩的来临和徘徊于2%的CPI年通胀率，我们认为防止CPI持续通胀的关键是放松金融条件来维持家庭收入增长。这能有助于稳定公众预期、投资和消费，同时也有助于公有和私人公司对抗高杠杆。

这对中国决策者意味着，经济去杠杆不仅是为了抑制短期信贷热潮，也是为了保持经济的稳定增长。许多观点认为，中国信贷与GDP之比的上升表明投资低效和金融的脆弱性。我们注意到，虽然信贷增长依然保持高位，但在近期没有任何短期信贷狂潮的情况下已经脱离了历史峰值（2011~2013年的信贷年平均增长率是19.5%，2003~2010年是21.4%）。另一方面，关键问题是名义GDP增长的明显减速。在过去三年里，平均名义GDP年增长率已经从早期（2003~2010年）的16.3%放缓至12.4%（2011~2013年）。

推动生产率增长将帮助中国摆脱高杠杆。因为杠杆源于产出增长的放缓，我们的分析显示，推动生产率可以去杠杆和推动增长。换句话说，如果中国成功进行结构性改革和提升全要素生产率的增长，就能基础性地（和满意地）解决过度杠杆化问题。在改革红利的帮助下，提升的生产率增速很可能会超过债务累积的速度，从而降低债务与GDP之比。

当然，更快的全要素生产率增长并不是去杠杆化的充分条件。它需要更多的借贷约束，而且在资本配置上必须要更有效率。

结构性改革能否推动生产率增长，能否降低长期潜在增速的减缓，目前还不得而知。不过，我们预测，在未来5~6年，结果在很大程度上会影响增长前景。

我们已经给出主要改革项目的列表（见表6–1），我们认为这些改革具有很高的施行可能。我们认为这份清单里列出了近期非常可能进行

的改革项目（由于高层决策者和学者间的持续争议，清单里没有包括土地改革，如果施行可能会明显增强生产率）。

表6–1 未来结构性改革的可能性和速度

改革	可能性	速度
财政领域的深化改革	高	较快
利率和汇率的进一步市场化	高	一般
资本账户开放	高	较慢
服务业放松管制	高	一般
政府机构改革	高	较快
推动研发	高	一般
深化国企改革	高	一般

资料来源：新华社、摩根士丹利研究部

如果我们列出的75%的改革项目在未来两年能逐渐得以施行，我们认为它们将成为未来5~10年中国生产率的新增长引擎。在本文中，我们预测2016~2020年，中国的长期潜在平均增长率能维持在6.6%。

另外，我们的空方情景假设风险在增大，清单里超过一半的改革项目将难以施行，特别是财政和金融系统这些重要领域的改革。那就会导致2016~2020年的潜在增长率降至5%，而且出现额外的周期性波动。我们的多方情景则假设清单里有超过90%的改革项目会得到施行。这样中国在2016~2020年的潜在增长率就会达到7.4%。

经济学家通常把不能用一般要素投入解释的增长因素称为余值增长，或者称为全要素生产率增长。如果我们使用索洛模型，增长输入包括劳动、资本存量、受教育程度（人力资本）和全要素生产率。经济学家经常把全要素生产率作为“技术变动”，索洛（1957年）将其定义为“在总量水平上对生产函数的任何改变”。

对于全要素生产率增长的原因众说纷纭，但是普遍认为规模经济、

实用技术的发展和资源向更高效率产业的重新分配都是推动全要素生产率增长的主要因素。除了这些一般原因，我们认为中国还将从制度的结构性变化中受益。

提升生产率的潜在改革措施包括国有企业所有权和管理结构的重新调整（国企改革），去除国企和地方政府融资的资金优惠待遇（金融和财政改革）以及给服务行业引入更多竞争（市场化）。

中国是否能成功通过这些考验对于未来5~10年的全要素生产率增长来说至关重要，相应地会决定中国潜在增长的趋势。在讨论未来改革路线图之前，我们先回顾一下过去的几轮重要改革。

前总理朱镕基时代的主要改革

在前任总理朱镕基主政期间（1998~2003年），中国政府推行了一系列结构性改革，涉及领域有国有企业、财政、金融和政府机构。尤其是中国在2001年加入了WTO，这给中国生产率的增长带来了持久的提升。经过90年代的财政和金融改革后，中国将财政资源和货币政策权力集中在中央政府手中，同时为中国向市场经济转变建立了现代监管体系。我们认为这些改革和加入WTO是随后中国全要素生产率增长的一个根本原因。

在这一部分中，我们将回顾朱镕基总理施行的主要改革措施以及它们对中国经济的影响。

20世纪**90**年代的国企改革：广泛的股份制改造提振了效率

在1978年之前，中国的国企是按照中央计划来运作的。国企按政府指令进行生产，在业务上几乎没有任何自主性。作为公有经济的重要组

成部分，国企被要求不以利益最大化为目标。在1978年改革开放之后，政府推行了一系列政策来增强企业的自主性，让它们按市场价来出售产品以及可以使用净利润来进行投资和发放员工福利。

不过，在90年代初，中国继续进行从中央计划经济向市场经济的转变，超过40%的国有企业出现亏损。这种糟糕的经济状况源于激励制度（根据业绩来提供奖励）的偏离以及社会就业、福利和税收的沉重负担。因此，国企对经济增长几乎毫无贡献，并成为持续拖累政府财政资源的一个负担。

这种现象要求在国企领域要有所变化。在朱镕基总理主政期间，通过“抓大放小”，中国政府开始重组和出售大批国有企业。政府有意控制大型战略性国有企业，而对较小的国有企业进行股份制改造。

从1996年起，中国政府合并、关闭和出售了大批经营不善的国有企业。

为了帮助国企提高生产效率和资产的吸引力，政府允许数百万国企职工下岗，许多人得到了一次性买断以及退休后可拿到养老金的承诺。另外，在改革期间政府也对国企下岗工人提供就业培训，以便维护社会稳定和促进就业。

同时，在90年代，中国政府借鉴西方企业管理模式，推动国有企业建立“现代企业制度”。这是国企运作的一个体制上的转变。另外，一系列资产质量更高的国企在1997~1998年间实现了上市。这些企业的管理得益于IPO期间的审计和信息披露要求。

90年代，国企改革包括部分股份制改造和管理现代化，这些措施在随后几年不断提升了国企的运营效率。1999~2006年，国企的总资产收益率呈现上升趋势。

1994年的财政改革：中央财政权得以增强

在1994年财政改革之前，中国政府财政采取的是“承包制”财政体制，每个地方政府同中央政府商议一个固定的税收配额。配额以外的税收收入归地方政府。不过，这个体制强烈促使地方政府隐瞒收入而少交税，因为在经济转型时期地方政府是许多地方企业的实际股东。因此，这种“承包制”财政体制导致了中央财政增速持续下滑，从而限制了国家基础设施项目的建设和发展计划的执行。在有些年份，中央政府甚至不得不向地方政府“借钱”来应对开支。

1994年，政府废除了“承包制”财政体制并启动了分税制改革，这成功扭转了政府收入增速下滑的趋势。

在新的财政体制下，通过中央税以及中央和地方共享税，中央政府拥有了更大比例的税收份额。在征税后，根据国家宏观经济政策目标的需要，中央政府通过一般和专项财政转移支付制度把大部分收入返回给地方政府。

我们认为，中央政府财政权的增强在经济转型时期促进了国家统一市场的诞生。通过对转移支付资本流动的控制，中央政府加强了对下一级政府的管束力，这有助于降低地方市场壁垒和地方保护主义。一个统一的广阔市场使资源配置得以优化，因为分税制改革在90年代末和20世纪初促进了全要素生产率的增长。

同时，政府对税收系统进行简化以促进商业运作，废除了许多不再符合从计划经济向市场经济转型的税收项目。值得注意的是，1994年政府首次引入了增值税，用统一的增值税取代了100多项小的流转税，这促进了企业的商业运作，也降低了政府的征税成本。

金融改革：建立现代货币和金融体系

在从计划经济到市场经济的转型期间，中国在90年代进行了一系列金融改革。在改革之前，除了财政收入，银行被视作政府的“另一个钱袋子”，而地方政府对银行的放贷有很大的影响力。1992年，固定资产投资同比增速飙升至44%（1991年同比增速为24%），原因之一就是信贷的快速增长。

1993年政府统一货币政策，使之脱离地方政府的影响。在1993年之前，中国人民银行的地方支行需要向中国人民银行总部和相应的地方政府报告。因此，地方政府对中国人民银行地方分行的转贷行为有很大的影响力，这破坏了中央政府对货币政策的控制。1993年，朱镕基被任命为中国人民银行行长，中国政府重组人民银行地方支行的报告系统，将信贷分配政策统一归于中央政府。

朱镕基时代建立起了金融系统的主要支柱。1994~1995年间，中国政府在金融领域进行了一系列改革，以建立现代货币和金融体系。值得注意的是，通过《中华人民共和国商业银行法》和《中华人民共和国中国人民银行法》，中央政府控制了货币政策，抑制了信贷供应的过度增长。在分税制改革和金融改革之后，地方政府及其附属企业面临着更紧的预算约束，其投资行为明显减少。

1999年，中国政府设立了四家金融资产管理公司来处理国有银行的不良贷款。在经过主要的不良资产剥离后，银行业的资产质量得到明显提升，这要归功于对银行放贷监管的增强和地方政府介入的减少。

1994年的金融改革与国企和财政改革推动了中国从中央计划经济向市场经济的转型。另外，新颁布的法律和机构变革帮助中国能更好地配置信贷资源和限制地方政府的高风险投资行为。

精简政府机构：小而精的政府能促进市场竞争

政府该管的是市场和质量，不是去指挥企业的生产经营，不是

去命令银行给企业贷款。这首先是个体制问题，但也说明政府机关人多了。如果人少一点，就没有那么多精力和时间去干预企业了。

——朱镕基，1998年4月

随着中国从中央计划经济转变为市场经济，过去的那套管理方式已经阻碍了发展的脚步。为了加速转变的进程，政府在90年代实施了两次主要的机构改革和裁员。两次政策的实施都被刻上了政府官员大面积裁员的烙印。例如，1993~1994年间，政府总共裁减了8 000多名中央政府公务员以及近200万名地方政府公务员。再如，1993~1994年间和1997~1998年间，好几个中央政府部门被废除，转型成为国有企业和非政府组织，这一系列举措有效地提升了市场竞争力。

政府机构改革的主要目的是把对企业的管理职能从政府部门中分离出来。在改革之前，许多政府机构既要管理企业，又要进行行业监管。双重角色不仅严重阻碍了市场竞争，还导致了企业运作的效率低下。政府的干涉更少，越有利于市场竞争，直接提升了国有企业的运作效率。

除去提升市场竞争以及重新定义政府角色之外，公务员的大批量裁员和政府部门的改革同样解放了一批高学历的人到商界。此外，有相当一部分被解雇的公务员回到了校园，重新拿起课本，视其之前的学历水平攻读硕士或博士学位，这也增加了人力资本的积累。

加入WTO：一个更开放的经济体

2001年前，中国的出口增长稳定，这要归功于1978年的改革开放政策。与此同时，政府对进口商品征收高额的税以保护国内企业并支持重工业的发展。在90年代末，在国有企业，财政、金融和政府等方面体制改革的帮助下，中国生产力飞速增长，更广阔的外部市场的需求也逐步增加。到1995年，政府开始着手计划申请加入WTO。经过了漫长的协商与讨论，终于在2001年成功加入WTO。

根据中国对WTO中其他成员的承诺，政府逐步降低了关税，并在2010年达到了平均关税9.8%的既定目标（相比2000年的17%）。反过来，中国也被其他WTO成员国授予了最惠国待遇。从2001年起，中国的进出口量开始飞速增长。

同样，作为中国加入WTO承诺的一部分，政府逐渐对外国企业降低了门槛，国内市场变得更为开放，导致了外国直接投资的迅速增长。

除了在出口方面庞大的市场外，在对外贸易量和外国直接投资扩大的同时，经验、技术和管理方法的交流也得以扩展。此外，加入WTO后持续增长的竞争压力也推动了国内企业的发展和提升。

以2002~2007年间的总贸易额占GDP比重为标准，中国全要素生产率的增长和经济的开放是同步的。

下一步改革是什么？

财政领域改革

我们认为，财政改革的可能性高而且会来得比较快。据我们的观察，根据最近修改的《预算法》概要，政府在短期内会致力于预算制度的改革。预算改革的目标在于促使政府的财政预算更加透明并缓解“软弱的预算约束力”问题。一个严格的财政预算制度将会对规范政府支出行为起到正面作用，并且使财政资源的使用更加有效率。

政府也计划调整转移支付制度以便进一步提高财政资源分配的效率。由于“专项转移支付”项目容易导致寻租行为以及地方政府的游说活动，其规模应进一步缩减。

同时，近期《预算法》的修订本中去除了关于禁止地方政府发行债

券的法律约束。省级政府被允许发行地方债以支持公共项目的建设，并且融资金额要在国务院批准的限额之内；另外，由发行债券筹集的资金不能用于地方政府的日常开支。地方政府很有可能发行低利率债券以偿还目前的债务。同时，通过国务院来控制配额可以让地方政府无法过度地发行债券。

此外，在未来几年里，政府应该会简化税收体系。财政部应该会继续扩大“营改增”改革至更多行业（包括建筑、房地产以及金融领域）。同时，政府应该会进一步推进“资源税”改革（由从量税改为从价税），以减少资源密集型行业的隐性补贴以及促进环境保护。

长期来看，我们相信政府将会慢慢地重新定义中央政府与地方政府之间的征税权以及支出责任，而很有可能会基于以下原则来实施重定义：“促进全国统一市场”和“信息可获得”（也就是说，如果地方政府在某一事务方面拥有更多信息并且不会对其他区域产生影响，此开支责任则应由地方政府承担）。我们认为，各级政府收入分配与支出分配之间的不匹配，支出责任的分配以及软弱的预算约束力是导致包括地方政府融资平台（LGFV）债务等一系列结构性问题的根本原因。我们相信，在这一轮财政改革中，财政集权将会进一步加强。

同时，我们相信利率市场化的关键在于加紧对地方政府预算以及融资平台的控制。如果地方政府融资平台在利率市场化之后还能继续无节制地借贷，信贷资源的分配将会十分混乱，并且会人为地提高经济的融资成本。所以，在取消银行存款利率上限之前，政府在未来一到两年中会实施更严厉的法规，来监管地方政府融资平台的融资行为。

利率和汇率的进一步市场化

利率和汇率改革的可能性很高，改革速度预计为适中。

在过去20年里，中国一直逐步朝以市场为基础的利率体系迈进。现

在还差最后一步：银行存款利率的市场化。央行行长周小川已经公开表示："在最高层领导的强有力支持下，利率的完全市场化很可能在未来两年内实现。"

政府在未来一到两年内很可能会出台存款保险制度。建立破产银行退出机制避免引发系统风险，是放开存款利率的必要前提。

在汇率方面，最近几年政府也在加快人民币汇率系统的改革速度。最近几年，在经过两轮的交易区间扩大后，人民币即期汇率的日波动率已经明显增强。我们认为，进一步改革的目的是要降低央行对外汇市场的直接介入以及允许更多的人民币汇率双向波动。政府将继续推动人民币汇率的灵活性。

具体改革可能首先指向汇率方面。我们认为，政府的改革顺序会是：（1）人民币汇率的进一步改革；（2）存款利率的市场化，就如央行高层官员（比如副行长易纲）所建议的那样。他们的理由是，汇率改革的成功将为国内利率改革提供"良好的"外部环境。

资本账户自由化

资本账户改革的可能性很高，改革步伐预计较慢。

在1996年外汇改革之后，中国政府逐渐放松了对资本账户项目的控制以促进外国直接投资的流入和其他跨境金融交易。另外，政府在温州和上海自贸区启动了试点项目来试点进一步开放资本账户的政策。除此以外，沪港通也将成为中国逐步进行资本账户自由化的新推动力。

目前，根据外汇管理局和中国人民银行的规定，大部分资本账户下的子项目仍然不能完全兑换。特别的是，政府仍然严格控制向内和向外的证券投资、金融衍生品交易和短期外债借款。

因为党的十八届三中全会呼吁"让市场在资源配置中起决定性作

用”，所以本届政府会推动人民币资本项目可兑换改革。虽然中国一流的经济学家们对开放资本项目是否能促进长期经济增长而不引发系统风险的问题存在争议，但本届政府可能更偏向进一步开放资本账户。

另外，央行也发布了一份研究报告，此报告显示金融危机可能由经济不平衡引发，跟资本账户开放没有必然联系。同时，央行副行长易纲表示中国金融系统十分稳固，足以应对未来的资本账户自由化。

同时，我们预计资本账户改革会同汇率和利率改革一道逐步配套地推出，在开始速度会比过去几年更快。配套改革将给经济主体更多的自由度来配置其金融资源，因而能提高经济效率。另外，在深化资本账户自由化后，政府审批的减少也应该会降低潜在的“寻租”行为，从而提高经济效率。

具体来说，未来几年政府会扩大QFII/RQFII额度并最终取消额度限制。同时，政府可能放松对内和对外外国直接投资的管控。即便如此，政府仍会逐步开展这些改革，但对短期外汇借款可能会进行严格控制以避免其中蕴含的潜在风险。

服务业放松管制

服务业市场化的可能性很高，改革速度为适中。

中国服务业有很大空间赶上发达国家。因为作为城镇化进程的一部分，更多的劳动力涌入城镇，服务业在中国GDP和就业中的比重一直在上升。不过，这两项比重比美日这样的发达国家要低很多。我们认为，随着中国进一步城镇化，服务业在经济中的比重将会继续上升。

尽管如此，服务业生产率增长在最近几年有所下降。在全球金融危机爆发后的几年里，服务业生产率增长比第一和第二产业要低。这很可能是因为市场竞争不够充分。

服务业市场化将可能有助于整体生产率增长。高进入壁垒、国企垄断和国企优惠政策妨碍了服务业的生产率有效增长，特别是在高附加值领域，比如金融服务业。与韩国和日本的以往经历不同，服务业效率的提升将很可能去除第二产业向第三产业转变的负面效果，而第二产业比第三产业的生产率趋向低。

进一步开放和市场化必将促进服务业的增长。比如，人口老龄化为医疗保健类的服务行业提供需求。不过，因为国家对该行业的严格监管和国家控制，私人投资者很难拥有和运营一家医院。根据世界卫生组织的数据，中国的医生密度比其他发达国家要小很多，这表明这部分有发展空间。政府很可能进一步放开健康保健产业，允许更多私人资本投资，也已经发布政策来允许医生在多地从业。

政府会进一步开放服务业，允许更多的私人和外国资本进入和参与竞争。更具竞争力的服务业有助于扭转生产率增长的下行趋势。

政府机构改革

政府机构改革的可能性很高，速度预计较快。

政府机构改革和权力下放目的在于支持国企发展，促进创新和吸引私人资本投资基础设施建设。90年代的改革精简了政府机构，而且在政企职能分离上有所建树。不过，十多年以后，政府管理体系需要进行新的改革来支持经济增长。比如，李克强总理曾经提到“注册一家企业要经过数十项政府审批”。

同时，本届政府将推行更多的政府管理体系改革，允许市场参与者有更多的自由。为了实现2013年中共十八届三中全会政策文件所阐述的“让市场在资源配置中起决定性作用”，政府在十八大后启动了新一轮政府机构改革，集中于简化审批和权力下放。截至2014年6月，国务院已经取消和下放了351项政府审批（大约占总数的22%）。覆盖领域包

括投资和新办企业登记。政府已在2014年第二季度取消或下放至少82项政府审批。

权力下放和简化审批的影响力是明显的。2013年三季度后，新办企业登记增长率持续上升。

管理体系改革将有助于减少寻租行为，提升资源配置效率。

政府改革可能会有困难，因为它可能导致与既得利益团体的冲突，因此需要顶层领导者的强力支持。正在进行的反腐斗争有助于提升政府改革措施的执行力度，因为它们证明了高层领导人对下级政府官员的权力。同管理审批改革一样，政府已经加强了反腐斗争的力度。

哪些国外经验可供中国借鉴？

城镇化：确保可持续的城镇化进程

日本的城镇化进程在1950~1970年间加速推进。在这20年里，日本的城镇化率从1950年的53%跳升至1970年的72%。其间，大部分农业劳动力转入了第二和第三产业。

城镇化可以通过两个主要渠道来提振全要素生产率的增长。一个是直接影响，比如，把劳动力从低生产率行业（比如农业）转移至高生产率行业（比如工业和服务业），这可能立刻提升整体的生产率水平。日本的经验表明，产业结构变化（比如，劳动力从农业转移至非农行业）在50年代对整体生产率增长的贡献超过20%。

另一个是间接影响，比如聚集经济。因为相关行业有更多的企业聚集到一起，可以明显降低生产成本。我们的分析表明，行业的生产率自身有机增长在1950~1970年间非常高，而日本此时也在经历着快速的城

镇化进程。

其间，日本颁布了数项法律来规范城镇化。大部分法律是要促进城市发展的包容性和持续性。另外，日本政府在50年代中期启动了城市合并计划（城市总数量从50年代的9 800多座减少到现在的不到1 800座），随之产生的更大规模的城市有助于进行更好的城市规划。

对中国来说，进一步城镇化还有非常大的空间，考虑到中国目前的城镇化率（2013年53.7%）比日本之类的发达国家要低很多，我们认为，要推动城镇化，政府很可能进一步放宽户籍政策，增强城镇地区的基础设施建设来提供更好的公共服务。

允许城镇居民获得公共服务是早应该做的，能创造更多需求和提升资源配置。更多的公共运输基础设施是值得赞赏的，应该有助于解决污染和交通拥堵瓶颈。

这些努力将促使城镇化的自然发展，而不会产生一些观察家担忧的“人为城镇化”所造成的资源浪费。

推进创新：小企业研发可能是关键

美国在80年代初启动了“小企业创新研究计划”（SBIR），以应对美国在全球市场失去竞争力的困境。该项目在于通过政府基金的各种金融补助，对早期的技术初创公司提供支持。该项目的主要目的是促进小企业的技术创新，重点是早期融资，这通常不被私人风投重视。它定位于带动创新型初创企业成长至更成熟阶段，然后再吸引私人投资。

此外，美国金融市场同样促进了研发和技术创新的商业化。在初创科技公司成熟后，私人投资者会通过私自出售或上市来兑现他们的投资。

在中国，政府更可能通过财政和金融措施继续支持中小企业，因为

顶层领导者认为中小企业是创新的重要源泉，还可以促进就业。增加研发在总产出中的比例还有空间可挖，因为中国研发支出在GDP中的比例比美国要低很多。

我们预计政府会加强知识产权保护，无论是通过增强法规还是法律。更严格的政策执行可能会增加研发者的收入，因而能鼓励更多研发行为。在中国，2013年研发人员的平均工资是城镇平均工资的1.5倍，这个数据比美国的1.9要低。科研人员工资增长会增加研发人员在总人口中的比例，因为中国在这方面的比例比美日等发达经济体要低很多。

另外，预计政府会通过政府采购来支持国内高科技公司。比如，鉴于潜在的安全问题，政府和大型国企将可能采购更多国内IT产品来替代相似的国外产品。

深化国企改革：混合所有制和淡马锡模式

在90年代的改革之后，国有企业在21世纪第一个10年的效率获得明显提升。不过，改革在一些行业里也制造了一些垄断，比如电信和石油。2010年开始的国企运营效率的下降，已经促使政府推进国企的进一步改革。

党的十八届三中全会上，政府决定把推行混合所有制作为新一轮国企改革的主要内容。这个决策背后应该有两层原因：（1）向国企引入私人资本来提升运营效率；（2）向逐步的国企私有化迈进一步。

完全还是部分私有化？国家的政治形势很大程度上决定了一个政府是完全还是部分出售国有企业。历史上，在英国，在玛格丽特–撒切尔的保守党当权的十多年里，大部分国企私有化都是全部卖给私人，那个时期“自由市场经济”的观念非常流行。而在法国，社会党和保守党轮流执政，国企完全私有化的数量要比英国少很多。

对于中国，政府会采用渐进式的方式，主要集中于大型国企的部分私有化上面，因为中国仍然遵循着社会主义市场经济模式，而国企完全私有化有悖于这一理念。特别是，改革形式可能是更多国企的上市或把国企的股份出售给外部投资者。

国有资产监督管理委员会（国资委）权力转向国有资产管理公司。预计政府会遵循新加坡的淡马锡模式来设立一系列的中央和地方国有资产管理公司。目前，国资委以管理者的身份严格控制着国企的运营，国企的高管都由其指定。在淡马锡模式中，国企是国有资产管理公司旗下的一组公司，国有资产管理公司会以商业模式来管理这些投资。未来，国企大部分日常运作将不受国有资产管理公司的行政命令的影响。在减少国资委直接管理的同时，这有助于提升国企的财政状况。

我们对中国过去改革的分析表明，90年代和20世纪初的国企、政府机构、财政和金融系统的结构性改革是提升中国GDP增长的关键所在。同时，加入WTO不仅为中国提供了更为广阔的外部市场，也带来了大量的工艺和专业技术。同时，我们也意识到中国在一些领域可以借鉴国外经验。

展望未来，我们希望中国政府能在国企、财政系统、汇率和利率、资本账户开放、服务业市场化和政府机构精简上深化改革。这些改革将会遵循“让市场在资源配置中起决定性作用”这一指导方针。

中国经济降中趋稳改革提速

美国银行美林证券大中华区首席经济学家
陆挺

2014年中国经济延续下滑趋势。除了人口红利逐渐消失等结构性因素之外，房地产市场下行和融资成本过高等短期不利因素也导致2014年增长减速。

展望2015年，中国潜在经济增长水平会进一步下行，但上述短期因素会有所改善。预计中央政府会顺应大势，主动将2015年经济增长目标从2014年的7.5%左右调降到7%左右。这届政府在过去两年铁腕反腐，整肃吏治，推行法治，推出宏伟的市场导向的改革蓝图。中央政府的权威和执政能力有明显提升，为接下来的经济结构调整奠定了坚实的基础，使2015年很有可能成为新一轮改革的真正元年。预计2015年中国在地方政府债务、户籍与农村土地权利、汇率和利率及资本市场等改革方面将取得实质性进展，经济增长质量得到一定改善，系统性金融风险明显降低，城市化加速，社会矛盾得以舒缓。

中国已经告别GDP增速持续维持在8%乃至10%以上的阶段，进入了一个新常态。所谓新常态，在现阶段，不是指GDP增速将维持在一个新的稳定水平，而是指中国经济已经进入潜在增速持续小幅下降的通道。从世界各国的经济发展历程来看，这个阶段没有逆转的可能。各国唯有通过改革来提高生产率，从而防止增速下降过快。

从中国的情形来看，劳动力人口总量已经连续两年下降，剩余劳动力消耗殆尽，新增年轻劳动力人口已经逐年减少。资源缺乏，大量依赖

进口；本国环境遭到较大破坏，承压能力十分有限，同时城乡居民环保意识快速上升。从资本形成角度来看，以往的大规模投资已经导致新增投资对经济增长的贡献大幅下降。过去几年中国受全球金融危机等事件的影响，结构改革步伐明显放慢甚至停滞，对效率提升的影响有限。我们在2011年初提出这组关于新常态的看法，过去几年已经得到证实。

新常态决定了经济增长的长期趋势，在短期经济增长还受很多其他因素的影响。首先是反腐的影响。2013年是新一届领导上任后雷厉风行推行反腐的第一年，虽然反腐从长期来看利国利民，在短期内消费和投资需求却不免受到冲击。幸亏2013年中国房地产市场强势复苏，加速了房地产投资增长，从而抵消了反腐对消费和投资的影响。2014年反腐运动升级，许多地方政府官员和国企管理层的不作为现象普遍。其次是房地产市场走入低谷。房地产市场因为2013年的过度繁荣而透支了需求，加上诸多限制和扭曲房地产市场的政策影响，2014年房地产投资增速大幅下降。最后是市场融资成本居高不下，压抑了民间投资；加上中央政府加大力度清理影子银行，地方政府偿息付本压力加大，波及地方的基建投资。这三种因素合力的结果，中国经济在2014年一季度下滑至7.4%，虽然政府及时采取措施定向刺激，遏制了经济增速在二、三季度进一步下滑，但也无力促使经济明显反弹。在通胀方面，由于国内需求疲软，美元升值，国际经济复苏受挫，国际大宗商品供应增加等因素，CPI已跌至2%以下，而PPI则连续第二年徘徊在–2%左右。通胀压力完全消除，通缩压力稍有显现。

展望2015，能源和大宗商品价格会持续疲软，但跌幅会小于2014年。中国整体通胀水平略有上升，CPI涨幅从2014年的2.0%左右上行到2.3%，PPI涨幅从2014年的–1.7%上行到–1.0%左右，通胀不会是一个主要风险。

从外部环境来看，美国经济复苏情况良好，但欧洲和日本的情况堪忧。中国主要的出口市场2015年的经济情况从总体上来讲，和2014年应

该差别不大。美国已经退出量化宽松，2015年下半年开始加息是大概率事件，美元会保持强势，而人民币对美元大幅走弱的概率极小，因此2015年强势人民币会影响中国出口。但另一方面，强势美元伴随着国际上能源和其他大宗商品价格下跌，因中国是能源和大宗商品进口的世界第一大国，中国经济从整体上来讲必然受益，表现在国家的经常账户盈余增加、企业因成本降低而利润空间扩大、居民因能源消费降低从而增加在其他方面的消费。反腐方面，对经济增长的负面影响基本出清，反腐方式由运动逐渐转向法治，地方政府不作为现象会有很大改善，中央政府的执行能力上升。如果说2013年和2014年中国经济承担了反腐带来的短期痛楚，从2015年开始中国经济开始享受反腐所带来的红利。在城市基础设施建设和一些国家重大建设项目方面，去掉数字的虚假成分，我们认为实际的投资增速或能有一定反弹。最后在房地产市场方面，经历了2014年的较大幅度调整，基数已经降低，而过去几个月的放松限购和放松限贷等政策调整措施更会在2015年发酵。另外户籍和土地改革有望在2015年得到实质性的推进，有助于增加对大中型城市住房的需求。

宏观政策方面，政府以稳就业、控风险为主要目标。为抵消短期不利因素，2014年政府在春秋两季进行了两轮定向宽松和刺激，旨在保障充分就业，维持合理的GDP增速，同时避免过度增加金融杠杆和过度刺激房地产投资需求，控制金融风险。财政政策方面，鉴于各级政府的财政存款上升过快，2014年春季财政部曾发文要求加快财政支出。货币政策方面，对比2013年的手忙脚乱，2014年人民银行的操作可圈可点。工具使用更为灵活，且政策目标更为清晰。银行间市场利率趋于平稳且维持在较低水平，符合中国目前低通胀的现实，也有助于降低实体经济的融资成本。在国开行内部成立住宅金融事业部来提供棚改和保障房建设资金，辅之以央行再贷款，不仅有助于托底稳增长，有利于地方政府降低融资成本，也能降低整个实体经济的借贷利率，同时又能降低整个金融体系的风险。在刺激方向和项目审批方面，2014年的定向刺激政策吸取了以往的教训，规避了有可能导致产能过剩的产业政策，而以扶持具有长期功用的基础设施和保障房建设为主。项目审批方面，在2014年10

月16日到11月5日这21天的时间里，发改委先后批复了16条铁路和5个机场，项目总投资近7 000亿元。发改委批复项目如此密集，释放出明显的稳增长意图。就铁路而言，年初铁路总公司计划开工44个项目，后增加至64个，铁路计划投资则从年初的6 300亿上调到8 000亿。

2014年人民币告别单向升值，波幅扩大，套利性热钱流入基本绝迹。但可能考虑到要推动人民币国际化，维持国内资本市场稳定和防止资本外逃等因素，尽管美元不断走强，国际大宗商品价格大跌，国内通缩风险增加，2014年迄今为止人民币对美元只是略贬，人民币对其一篮子货币过去5个月升值约6%，对中国未来几个季度的出口将会造成一定负面影响。

利率政策方面，由于担心降低银行存贷款基准利率会过度刺激影子银行及房地产投资，影响领导层金融改革的形象，虽然众多人士呼吁央行全面降息降准，央行2014年迄今尚未全面降息降准。客观讲，由于近年来的利率市场化，若不辅之以增加基础货币，单纯降低银行存贷款基准利率的意义已经不大。另一方面，在2013年6月发生了原本完全可以避免的钱荒之后，央行一直在提升短期银行间市场利率在货币政策操作上的地位。和2013年相比，2014年短期银行间市场利率的波动性大幅下降，7天银行间市场回购平均利率下行了0.5%，央行的回购利率也下跌了0.4%。国债和各类风险债券的收益率呈现更大幅度的下降。

基础货币和流动性供应方面，2014年前5个月热钱呈流入状态，共流入1 521亿美元，6~9月呈流出状态，共流出605亿美元。2014年受年初人民币贬值影响，民间包括企业的外汇存款前9个月共上升1 667亿美元，远高于2013年同期的423亿美元。与此同时，央行在外汇市场的干预也明显减少，央行通过购汇释放的基础货币由2013年全年2.8万亿元骤降到2014年前三季度的7 880亿元。虽然央行通过SLF、MLF、央行再贷款及定向降准等办法，在2014年向金融系统注入的资金实际上接近于三次全面降准，但这些非常规手段毕竟不是长久之计。央行这些定向注

入流动性的新货币政策，优点是能够较为精准地支持某些部门的信贷，同时通过国开行提供地方政府的新增贷款办法来降低实体经济融资的利率，但缺点也很明显：第一，央行未必能保证释放的流动性最后一定能精准支持中小企业和某些特定行业；第二，标准不严格，过程不透明，公告机制不通畅，给金融市场带来不确定性和部分寻租的空间。因此，这些定向工具应该是特殊情况下的权宜之计，而非今后货币政策操作的常态。

由此展望2015年，宏观经济政策会大致延续2014年的思路，继续以稳就业、控风险为主要目标。但随着新一届政府的权威和执政能力的提升，以及掌控经济的自信心上升，结构改革的速度加快，短期宏观政策的操作反而会更加独立，免受改革舆论的过多束缚。

在人民币方面，汇改将会朝着以一篮子货币为锚的目标迈进，人民币对一篮子货币的名义有效汇率将趋于稳定，从而避免2014年大幅升值的情况。在基础货币供应方面，若外汇流入和央行购汇不足以满足经济增长的需要，央行实施全面降准的概率大大提高。

在利率方面，央行会进一步提升短期银行间市场利率尤其是SHIBOR在作为基准利率上的地位。隔夜和7天的SHIBOR将更加稳定，平均利率相较2014年或进一步下降。诸如弱化银行存款利率上限等其他利率改革会向前继续推进。同时以改革地方债务为契机，以央行再贷款的注资方式，以国家开发银行为中介，增加央行对地方政府新增信贷的供应，而省一级政府的发债额度也会在2014年4 000亿元的基础上有大幅上升，从而能够进一步降低实体经济的融资利率。

在影子银行清理尤其是打破刚性兑付方面，一个更自信的政府必然会容许更多债务违约的发生。但出于维护政府信誉和防范系统性金融风险的考虑，又由于2015~2016年是地方债改革的攻坚期，我们认为地方政府债务违约的风险几乎为零。

经过两年的铁腕反腐，中央政府的权威上升。当前中国所面临的种种问题，使全国上下都感受到了改革的迫切性。许多改革方案在过去两年也得到了充分讨论、经历了反复修改。因此，2015年很有可能成为新一轮改革的真正元年。除了上面提到的人民币、利率、地方债等金融改革之外，户籍和土地改革必将成为2015年改革的重中之重。

在经济体制改革上，如果说要找到一个能够顺应民心，提高资源使用效率，促进社会公平正义和缩小贫富差距最佳切入点，一定是农村土地制度改革。改革的核心是给予农民更完整的土地权利，允许农民在取得城市户籍时保留耕地、宅基地和其他农村集体资产的权益，这样方能鼓励中国2.6亿农民实现真正的城市化，而在农村也更有利于推行农地整合和规模种植。

结语
中国新常态下的企业机遇

世界银行前高级副行长兼首席经济学家
林毅夫

发达国家和地区的新常态

自2008年全球金融危机开始，以美欧为首的发达国家和地区面临新常态，其特征是低增长、高失业，金融市场风险大、回报率低。

从增长率来看，2013年美国GDP增长1.9%，2014年的预期为2.1%，这与金融危机前美国的长期增长率（3%左右）相比还有较大差距，而且，危机后一般会出现的7%~8%的增长反弹尚未出现。2013年欧洲GDP增长率为–0.6%，2014年预期增长应该也在1%以下，远低于危机前的3%。日本经济自1991年持续低迷，即使推行了安倍经济学，2013年增长1.5%，2014年增长率预计在1.3%左右，也未有大的起色。

失业率方面的情况是，美国6.3%，与危机前相近，但在考虑劳动参与率的变化下，其实际失业率仍然达到10%。欧洲方面，西班牙和希腊的失业率达到25%左右，法国和北欧的失业率也在10%以上。日本的失业率也超过5%，相比过去1%~2%的失业率，目前也处在高失业率的阶段。

在低增长、高失业的状态下，金融市场的风险往往会加大。发达国家的社会保障较好，因此在危机阶段政府的救济开支增加，同时由于经

济增长缓慢，政府的税收收入增加有限，结果造成政府的财政赤字居高不下。发达国家政府很难通过继续扩大赤字来刺激经济，只能采取宽松的货币政策，通过降低利率刺激投资、鼓励消费、降低政府的举债成本。在低利率的背景下，过剩的流动性往往流向金融市场，造成资产泡沫，美国实体经济尚未恢复，道琼斯指数却从危机前的13 000点增加到现在的17 000点就是例子，增大了金融风险。投资者知道泡沫的存在，任何信息都可能导致股票市场的大涨或大跌，投资风险很大，平均回报率也不高。

以上所提及的情况，很可能在今后一段长时间内成为发达国家和地区的新常态。之所以会成为新常态，是因为自2008年以来金融危机已经过去6年，发达国家和地区却并没有进行结构性改革，而金融危机往往来源于经济中的结构性缺陷，需要通过改革来修正。发达国家和地区没有进行结构性改革的原因是，推行结构改革往往意味着降低劳动力的工资和福利、金融机构的去杠杆化和财政赤字的减少。但在短期内这些政策会造成消费、投资及政府支出的下降，使得增长率进一步降低、失业率进一步高企，政治上不可行。

对于目前的发达国家，IMF过去的药方也不可行。从历史上看，当一个国家或地区出现了金融危机之后，通常IMF会向该国或该地区提供下述援助方案：（1）通过结构性改革提高竞争力；（2）通过货币贬值增强出口竞争力，扩大出口和就业，对冲结构性改革造成的经济收缩；（3）向该国或该地区提供一笔资金用作短期过渡。但是，现在美欧日发达国家同时发生危机，发达国家和地区的出口结构类似，当一国货币贬值时，会出现竞争性贬值，最终每个国家均无法通过货币贬值为结构性改革创造必要空间。

中国在新常态下的经济发展态势

在新常态下，中国经济的增长率将会比改革开放以来年均9.8%的增长率降低，但到底会多低呢？从2010年第一季度以来，我国经济的增长率节节下滑，不过我认为近期增长率下滑的原因主要是外部性、周期性的，而不是中国崩溃论者所说的中国内部的体制原因。一个证据就是印度、巴西等金砖国家从2010年到2013年的经济增速下滑幅度比我国更大，而韩国、新加坡这些没有明显结构性问题的高收入、高表现经济体也经历了类似的下滑。

在新常态下，中国经济能够达到什么样的增长速度呢？我认为2014年初提出的7.5%左右的增长目标是可以实现的。一方面，中国还是发展中国家，还有产业升级的空间，城市化率距发达国家还有很大差距，城市内部基础设施、改善环境等方面都需要加大投资，因而存在许多好的投资机会，这是中国和发达国家最大的不同之处。另一方面，中国具备充足的投资能力。储蓄率高达50%，政府负债占GDP比重低于50%，外汇储备高达4万亿美元。这是中国和其他发展中国家最大的不同之处，其他发展中国家，虽然也具有很多投资机会，但要么财政上负债累累，要么民间储蓄不足，要么缺少必要的外汇。在外需不足的情况下，中国有可能通过启动内需使得经济增长率达到7.5%左右的目标。

从历史经验来看，自2008年开始，中国靠与发达国家产业和技术上的后发优势还拥有20年每年8%的增长潜力。但是增长潜力的实现需要一系列条件，包括投资的产业符合比较优势，有足够的投资资源，和在有效的市场前提下，政府在产业升级中发挥积极有为的作用。在未来一段时间内，由于国外的新常态，外需相对弱，因此中国经济能够实现的增长率应该比8%低，但也不会比8%低太多。我认为2015年和“十三五”期间增长率比较合适的区间是7%~7.5%。在此区间内，就业状况仍会比较好，而金融风险也是可控的。

新常态下中国企业的机会

新常态下中国的经济还会以中高速增长，企业的机会很多。主要是以下两方面：一是海外并购的机会；二是劳动力密集型产业向海外尤其是非洲转移的机会。

首先，我国目前的人均GDP仅6 800美元，和美欧日发达国家人均GDP4万~5万美元比，我国的制造业在技术水平和附加价值上还有很大差距。由于新常态，这些国家的许多制造业企业经营状况不好，因此可以针对那些我国现在大量从发达国家进口的产品，通过海外并购把发达国家先进的技术、产业引进来在国内生产，满足国内不断扩大的市场需求，并逐渐转为出口。这样的并购可以利用后发优势加快我国的产业升级，不会造成重复投资和增加现有产业的过剩产能。

其次，随着我国经济的增长，工资水平也在提高，到2020年城乡居民人均收入在2010年的基础上翻一番，一般工人每月的工资可能达到1 000~1 200美元，我国大量的劳动密集型加工产业需要升级到微笑曲线的两端，把加工环节转移到工资水平更低的国家和地区。这与日本在20世纪60年代、亚洲四小龙在20世纪80年代的历史经验是一致的。但由于中国劳动密集型产业的体量巨大，有1.5亿左右的工人，越南、缅甸、孟加拉等东南亚国家都无法承接，当我国有些劳动力密集加工业开始往那些国家转移时，它们的工资也和我国一样上涨很快。只有非洲和我国改革开放初期相似，有10亿人口，大量剩余的年轻劳动力，目前工资处于全球最低水平，而且有足够大的劳动力资源承接我国劳动力密集加工业的大量转移而不会马上面临工资上涨的压力。并且，等到非洲国家的工资水平也上涨了，全球将很难找到低工资水平的地方。所以，非洲不仅是我国当前劳动力密集加工产业转移的最佳地区，而且，也将是全球劳动力密集产业转移的最后一站。中国企业向非洲转移也会面临对当地的政治、法律、文化、经济情况不了解的挑战，企业界必须在非洲克服困难、把握商机。